



BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre IV
2010

BOLETÍN DE LA CNMV

**Trimestre IV
2010**

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

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

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

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

ISSN (edición impresa): 1887-7044

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Depósito Legal: M-17779-2007

Imprime: Producciones MIC

Índice

I	Informe de coyuntura de mercados	9
II	Informes y análisis	41
	Evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en el primer semestre de 2010	43
	Marta Ortega Arranz y José María Fernández Ortega	
	Los sistemas retributivos de los consejeros de las sociedades cotizadas: Nivel de transparencia, evolución y estructura de las remuneraciones	61
	Sara Ruiz de la Vega y David Prieto Ruiz	
III	Novedades regulatorias	89
	Tendencias en las instituciones y entidades supervisadas por la CNMV en el primer semestre de 2010	91
	Alejandro Marroquín, Nicolás Nevares, Pilar del Pozo, Alberto Pérez y Emilia Tamargo	
	La implementación de la Directiva de Folletos: Prácticas de verificación en la Unión Europea	117
	Francisco Blázquez Bautista y Juan Munguira González	
IV	Anexo legislativo	137
V	Anexo estadístico	147

Abreviaturas

AAPP	Administraciones públicas
ABS	Asset Backed Securities
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
ANCV	Agencia Nacional de Codificación de Valores
ASCRI	Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo
AV	Agencia de valores
BCE	Banco Central Europeo
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BTA	Bono de titulización de activos
BTH	Bono de titulización hipotecaria
CADE	Central de Anotaciones de Deuda del Estado
CCAA	Comunidades Autónomas
CDS	Credit Default Swaps
CE	Comisión Europea
CEBS	Comité de Supervisores Bancarios Europeos / Committee of European Banking Supervisors
CEIOPS	Comité Europeo de Supervisores de Seguros y de Pensiones de Jubilación / Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors
CESFI	Comité de Estabilidad Financiera
CESR	Comité Europeo de Reguladores de Valores / Committee of European Securities Regulators
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSD	Depositario central de valores / Central Securities Depository
EAFI	Empresa de asesoramiento financiero
ECA	Entidad de crédito y ahorro
ECR	Entidad de capital-riesgo
ETF	Fondo de inversión cotizado / Exchange Traded Fund
ESI	Empresa de servicios de inversión
FI	Fondo de inversión de carácter financiero
FII	Fondo de inversión inmobiliaria
FIICIL	Fondo de instituciones de inversión colectiva de inversión libre
FIL	Fondo de inversión libre
FIM	Fondo de inversión mobiliaria
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
IAASB	International Auditing and Assurance Standards Board
IASB	International Accounting Standards Board
IIC	Institución de inversión colectiva
IICIL	Institución de inversión colectiva de inversión libre
IIMV	Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores / International Organization of Securities Commissions
ISIN	Código internacional de valores / International Securities Identification Number
Latibex	Mercado de Valores Latinoamericanos
LMV	Ley del Mercado de Valores
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MEFF	Mercado Español de Futuros y Opciones Financieros
MiFID	Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros / Markets in Financial Instruments Directive
MFAO	Mercado de Futuros del Aceite de Oliva

MTS	Market for Treasury Securities
MOU	Acuerdo de colaboración/ Memorandum of Understanding
NIC	Normas Internacionales de Contabilidad
NIIF	Normas Internacionales de Información Financiera
NPGC	Nuevo Plan General de Contabilidad
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
UCITS	Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios / Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
OTC	Over the Counter
PER	Price Earnings Ratio
RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios / Return on Equity
SCLV	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores
SCR	Sociedad de capital-riesgo
SENAF	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SEPBLAC	Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias
SGC	Sociedad gestora de cartera
SGIIC	Sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva
SGFT	Sociedad gestora de fondos de titulización
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Español
SICAV	Sociedad de inversión de capital variable
SII	Sociedad de inversión inmobiliaria
SIL	Sociedad de inversión libre
SON	Sistema organizado de negociación
SV	Sociedad de valores
TER	Gastos operativos de un fondo / Total Expense Ratio
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria (zona euro)
UVM	Unidad de Vigilancia de los Mercados de la CNMV

Informe de coyuntura de mercados ^(*)

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

1 Panorámica general

Durante los dos últimos trimestres del año 2010, la economía mundial continuó mostrando un patrón de crecimiento dual, en el que destacó el mayor dinamismo de las economías emergentes frente a los países industrializados, que, en su conjunto, están sufriendo de manera más intensa las secuelas de la crisis financiera. Así, se estima que más de la mitad del crecimiento mundial de 2010 (que será próximo al 5%) procederá de las economías emergentes asiáticas, mientras que únicamente algo más del 20% provendrá de las principales economías avanzadas. Las últimas estimaciones de los principales organismos internacionales apuntan a que esta tendencia continuará también a medio plazo. Una parte considerable del dinamismo de las economías emergentes y de algunas avanzadas tiene su reflejo en la senda de recuperación del comercio internacional que se ha venido produciendo a lo largo del último año y medio. Sin embargo, las recientes tensiones en los mercados de divisas pueden plantear algunos riesgos para la sostenibilidad de la recuperación del comercio internacional y, por consiguiente, para el crecimiento económico mundial.

En el último trimestre del año, los mercados financieros internacionales, particularmente los europeos, han vivido un nuevo periodo de turbulencias tras la constatación del grave deterioro del sector financiero y de las finanzas públicas irlandesas. No obstante, en términos generales, la intensidad de las caídas de los precios de los instrumentos financieros y de los repuntes de la volatilidad de los mercados ha sido menor que la registrada tras la crisis de la deuda griega en el segundo trimestre del año.

En los mercados internacionales de deuda, el aumento en la incertidumbre agregada causado por los sucesivos episodios de turbulencias en los mercados de deuda pública europea ha tendido a reforzar el papel de activo refugio de las deudas alemana y estadounidense y, en menor medida, de la británica. Así, en paralelo a los descensos en las rentabilidades de estos activos considerados como más seguros, se han producido subidas significativas en las rentabilidades de la deuda de los países con mayores elementos de fragilidad fiscal. Las emisiones netas de deuda a nivel internacional se mantienen en cotas relativamente similares a las registradas en 2009. Destaca, en este ámbito, el crecimiento anual de las emisiones de deuda soberana en detrimento de las emisiones de bonos privados de alta calidad crediticia.

En este escenario, los mercados monetarios siguen marcados por unos tipos de interés oficiales históricamente reducidos en la mayor parte de las economías industrializadas, aunque varias economías emergentes han endurecido el tono de su política monetaria a lo largo del año. La evolución de los precios en 2010 en las diferentes economías ha reflejado, fundamentalmente, el encarecimiento de los precios de la energía, de las materias primas no energéticas y de los alimentos no elaborados.

Por su parte, los mercados de cambios se han erigido en uno de los principales focos de atención en los últimos meses, especialmente como consecuencia de la decisión de la Reserva Federal Estadounidense de retomar su política de relajación cuantita-

tiva (*quantitative easing*) y de algunas acciones emprendidas por varias economías emergentes para evitar una excesiva apreciación de sus monedas y los consiguientes riesgos de pérdida de competitividad y entrada desordenada de capitales financieros del exterior.

Los mercados de renta variable, que habían mostrado revalorizaciones sustanciales en el tercer trimestre del año, interrumpieron temporalmente su tendencia alcista en el mes de noviembre a raíz de la crisis de deuda soberana irlandesa. Este episodio, sin embargo, no impidió que todas las bolsas de referencia, salvo la española, presentaran ganancias en el cuarto trimestre del año. En el conjunto de 2010, se aprecian ganancias notables en las bolsas estadounidenses, alemana y británica y descensos en las japonesas y en un buen número de bolsas europeas.

En el ámbito nacional, el dato de crecimiento nulo del tercer trimestre confirmó una cierta pérdida de impulso de la economía española, motivada parcialmente por la finalización de diversas medidas de estímulo y por la subida del IVA en el mes de julio, que adelantó algunas decisiones de compra. La pauta de recuperación de la economía continúa viéndose condicionada por los episodios de turbulencias en los mercados de deuda soberana. De hecho, la prima de riesgo del bono español alcanzó máximos históricos en noviembre, si bien se redujo ligeramente en diciembre como consecuencia del acuerdo sobre el rescate de la economía irlandesa alcanzado a finales de ese mes y, en el ámbito nacional, por la adopción de nuevas medidas para reforzar las finanzas públicas.

En este contexto, las emisiones netas de deuda de las entidades españolas mantuvieron las principales tendencias observadas durante los últimos trimestres, incluyendo el elevado peso relativo de las emisiones de deuda pública, la escasa actividad emisora por parte de las empresas no financieras y la aparente sustitución de emisiones realizadas en España por otras llevadas a cabo en el extranjero. En cuanto a las entidades financieras, tras un cierto repunte durante el tercer trimestre, sus emisiones en el último tramo del año han descendido de nuevo, al mismo tiempo que el recurso a los avales del Estado se ha reducido notablemente.

Los mercados de renta variable también han recogido con cierta intensidad el aumento de la incertidumbre provocado por las turbulencias de los mercados de deuda pública. El Ibex 35, que repuntó un 13,5% en el tercer trimestre del año, llegó a ceder casi un 12% en algunos momentos del cuarto trimestre. Finalmente, este índice retrocedió un 6,2% en el cuarto trimestre y un 17,4% en el conjunto del año. A pesar de ello, las turbulencias en los mercados de deuda soberana no se han traducido en un empeoramiento de las condiciones de liquidez del mercado, que siguieron mejorando a lo largo de, prácticamente, todo el ejercicio. Tampoco las condiciones de contratación se han visto negativamente afectadas y, de hecho, su promedio diario para el conjunto del año mejoró las cifras de 2008 y 2009. Aún así, la volatilidad del mercado aumentó temporalmente en noviembre hasta niveles próximos, en ocasiones, al 40%, si bien en los últimos días del año retrocedió. En todo caso, la volatilidad del mercado español en el tramo final del año ha sido significativamente inferior a la alcanzada en el segundo trimestre, coincidiendo con la crisis de deuda soberana griega, cuando este indicador registró valores próximos al 70%.

	I-10	II-10	III-10	IV-10*
Tipos de interés a corto plazo (%) ¹				
Tipo de interés oficial	1,00	1,00	1,00	1,00
Euríbor 3 meses	0,64	0,73	0,88	1,02
Euríbor 12 meses	1,22	1,28	1,42	1,53
Tipos de cambio ²				
Dólar / euro	1,35	1,23	1,36	1,34
Yen / euro	125,93	108,79	113,68	108,65
Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo ³				
Zona del euro				
3 años	1,17	0,65	0,77	1,16
5 años	2,15	1,50	1,36	1,91
10 años	3,12	2,63	2,33	2,90
EE.UU.				
3 años	1,49	1,15	0,73	0,98
5 años	2,42	1,98	1,40	1,92
10 años	3,72	3,19	2,64	3,29
Primas de riesgo de la deuda privada: diferencial respecto a la deuda pública a 10 años (p.b.) ³				
Zona del euro				
<i>High yield</i>	588	671	510	462
BBB	184	215	176	170
AAA	31	17	18	14
EE.UU.				
<i>High yield</i>	502	603	563	461
BBB	140	194	181	145
AAA	51	59	49	37
Mercados de renta variable				
Rentabilidad de los principales índices bursátiles internacionales (%) ⁴				
Euro Stoxx 50	-1,1	-12,2	6,8	1,6
Dow Jones	4,1	-10,0	10,4	7,3
Nikkei	5,2	-15,4	-0,1	9,2
Rentabilidad de otros índices (%)				
Merval (Argentina)	2,3	-7,9	21,0	33,3
Bovespa (Brasil)	2,6	-13,4	13,9	-0,1
Shangai Comp. (China)	-5,1	-22,9	10,7	5,7
BSE (India)	0,8	1,5	12,5	0,4
Mercado bursátil español				
Rentabilidad del Ibex 35 (%)	-9,0	-14,8	13,5	-6,2
PER del Ibex 35 ⁵	10,9	9,8	10,0	9,7
Volatilidad del Ibex 35 (%) ⁶	23,9	37,8	29,6	26,9
Contratación en el SIBE ⁷	3.637	4.743	3.260	4.596

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

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

- 1 Promedio mensual de datos diarios. El tipo de interés oficial corresponde al tipo marginal de la subasta semanal en el último día del periodo. Los datos del cuarto trimestre corresponden al promedio entre el 1 y el 31 de diciembre.
- 2 Datos a final de periodo. Los datos del cuarto trimestre de 2010 corresponden al 31 de diciembre.
- 3 Promedio mensual de datos diarios. Los datos del cuarto trimestre de 2010 abarcan del 1 al 31 de diciembre.
- 4 Se ofrecen las rentabilidades trimestrales acumuladas en cada periodo.
- 5 Ratio precio – beneficios (*price-earnings ratio*).
- 6 Volatilidad implícita *at the money* (ATM) del primer vencimiento a final del periodo.
- 7 Promedio diario, en millones de euros.

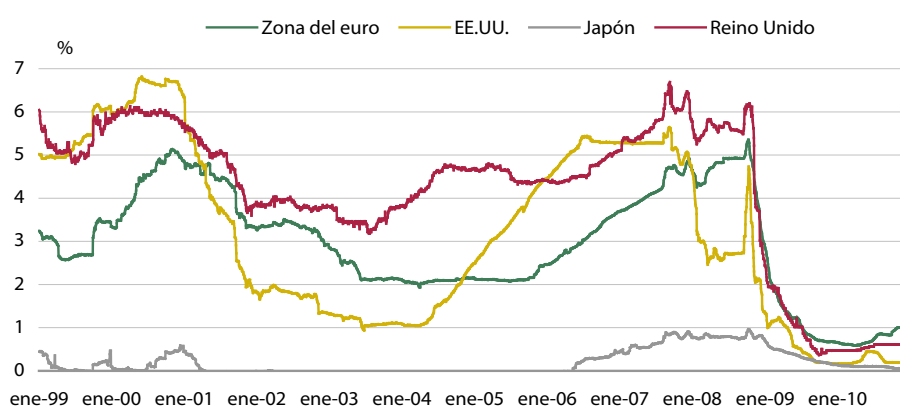
2 Entorno financiero exterior

2.1 Tipos de interés a corto plazo

Los tipos de interés a corto plazo se han mantenido en niveles reducidos en la segunda mitad del año en las principales economías avanzadas, en línea con los tipos de interés oficiales, si bien en los últimos meses se ha producido un leve repunte en el tipo a tres meses en la zona del euro que se puede asociar a los episodios de turbulencias en los mercados de deuda soberana (véase gráfico 1). Por su parte, la evolución de los precios en las diferentes economías en el último año ha reflejado, principalmente, el repunte en los precios de la energía y de las materias primas no energéticas, pues las tasas subyacentes han permanecido en niveles relativamente estables.

Tipos de interés a tres meses ¹

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 31 de diciembre.

Como se puede observar en el cuadro 2, los tipos de interés oficiales en la zona del euro, EE.UU., Reino Unido y Japón han permanecido constantes durante todo el año. En la zona del euro, los tipos de interés a corto plazo han mostrado una tendencia ligeramente alcista, mientras que en el Reino Unido se han mantenido en los mismos niveles desde mediados de 2010. Por el contrario, en EE.UU., tras un repunte superior a 25 puntos básicos (p.b.) en el segundo trimestre, se ha producido un descenso continuado durante la segunda mitad del año hasta niveles similares a los de principios del mismo. Una tendencia similar se observa en Japón. El encarecimiento de la financiación a corto plazo en la zona del euro (el nivel de los tipos de interés en esta zona triplica el de los de EE.UU. en los diferentes plazos) es un reflejo del riesgo percibido sobre la deuda soberana.

Tipos de interés a corto plazo¹ (%)

CUADRO 2

	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	mar-10	jun-10	sep-10	dic-10 ²
Zona del euro								
Oficial ³	3,50	4,00	2,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
3 meses	3,69	4,84	3,27	0,71	0,64	0,73	0,88	1,02
6 meses	3,79	4,81	3,34	1,00	0,95	1,01	1,14	1,25
12 meses	3,93	4,79	3,43	1,24	1,22	1,28	1,42	1,53
EE.UU.								
Oficial ⁴	5,25	4,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3 meses	5,36	4,97	1,80	0,25	0,27	0,54	0,29	0,30
6 meses	5,35	4,82	2,15	0,45	0,41	0,75	0,48	0,46
12 meses	5,24	4,42	2,36	1,00	0,87	1,19	0,80	0,78
Reino Unido								
Oficial	4,50	5,00	2,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
3 meses	4,58	5,26	2,99	0,65	0,65	0,75	0,80	0,80
6 meses	4,58	5,34	3,12	0,95	0,85	1,05	1,05	1,05
12 meses	4,60	5,47	3,25	1,45	1,35	1,45	1,50	1,50
Japón								
Oficial ⁵	0,25	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
3 meses	0,56	0,98	0,91	0,28	0,25	0,24	0,22	0,18
6 meses	0,63	1,03	1,01	0,48	0,45	0,45	0,43	0,35
12 meses	0,74	1,10	1,12	0,70	0,68	0,67	0,66	0,57

Fuente: Thomson Datastream.

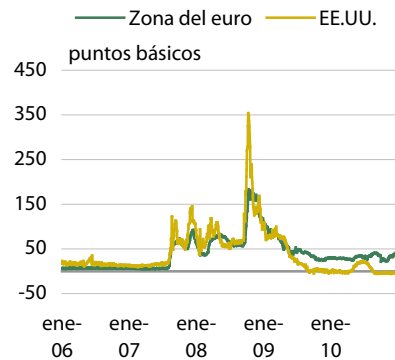
- 1 Promedio mensual de datos diarios, excepto los tipos oficiales que corresponden al último día del periodo.
- 2 El dato corresponde al promedio desde el 1 hasta el 31 de diciembre.
- 3 Tipo mínimo de puja de la subasta semanal.
- 4 Tipo de los fondos federales.
- 5 Tipo de la política monetaria.

En el ámbito de los mercados monetarios, los diferenciales de tipos de interés entre las operaciones depo y repo en EE.UU. y la zona del euro han mostrado un comportamiento estable en la segunda mitad del año. En el caso europeo este diferencial es algo mayor que en EE.UU., lo que podría estar asociado con una cierta desconfianza sobre el sistema bancario europeo, especialmente a raíz de los sucesivos episodios de inestabilidad en los mercados de deuda soberana.

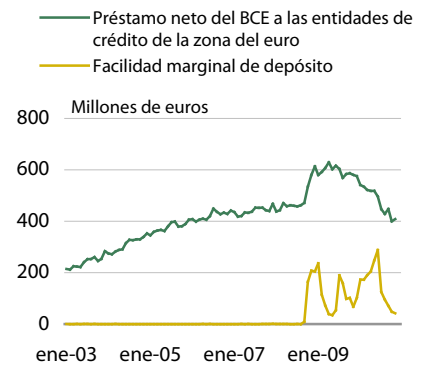
La financiación que obtienen las entidades financieras de la zona del euro por parte del Eurosistema ha seguido descendiendo en la segunda mitad de 2010, tras los máximos alcanzados a mediados de 2009, hasta situarse en niveles similares a los existentes en los momentos previos a la crisis (en torno a los 400 mil millones de euros, véase gráfico 2). Además, en los dos últimos trimestres se ha observado un cambio significativo en la composición del peso relativo de las diferentes fuentes de financiación del Eurosistema, reduciéndose el plazo medio de los préstamos, como consecuencia de la progresiva retirada de algunas medidas extraordinarias adoptadas por el BCE.

En este contexto, destacan también el fuerte descenso del recurso a la facilidad marginal de depósito, que ascendió a algo más de 42 mil millones de euros en noviembre, frente al máximo de junio cercano a los 290 mil millones, y los repuntes que se han producido en el recurso a la facilidad marginal de crédito en los momentos de mayor inestabilidad en los mercados de deuda soberana, especialmente, durante los meses de mayo y noviembre de 2010.

Spread tipo depo-repo (3 meses)



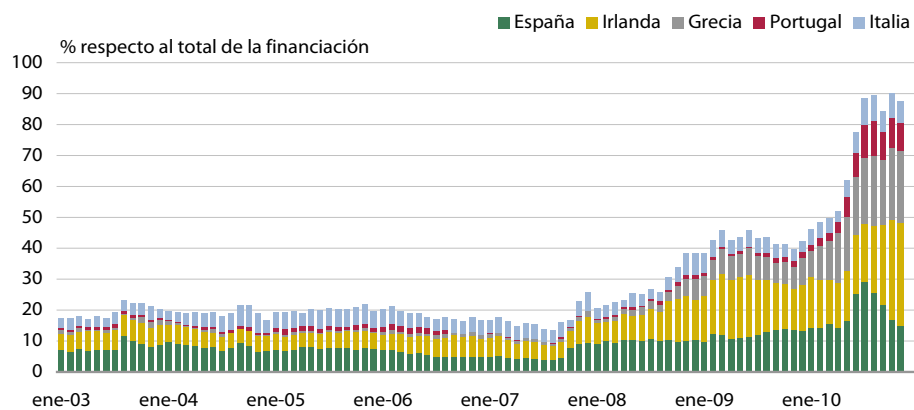
Préstamos y depósitos en el Eurosistema



Fuente: Thomson Datastream. Datos de *spreads* hasta 31 de diciembre. Datos del Eurosistema hasta noviembre.

Como se observa en el gráfico 3, en general, el recurso a la financiación neta del Eurosistema de las entidades financieras radicadas en las economías europeas que han sufrido de manera más directa las turbulencias en los mercados de deuda pública se ha incrementado notablemente a lo largo de 2010. En concreto, el porcentaje agregado de la financiación neta del Eurosistema recibido por las entidades financieras radicadas en Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia alcanzó máximos cercanos al 90% en los últimos meses del año, frente al 20% que obtenían con anterioridad a la crisis. No obstante, en el segundo semestre del año se ha observado un comportamiento heterogéneo entre las entidades bancarias de estas economías. Así, el recurso de las entidades financieras españolas a la financiación del Eurosistema ha descendido de forma notable, mientras que el de las entidades irlandesas ha seguido creciendo y el de las entidades griegas, portuguesas e italianas se ha estabilizado.

Financiación neta del Eurosistema a entidades de algunos países europeos



Fuente: Bancos centrales y elaboración propia. Datos hasta noviembre.

Las expectativas sobre los tipos de interés oficiales apuntan hacia su permanencia en los niveles mínimos actuales, al menos durante varios meses más. Así, con la información disponible a mediados de diciembre de 2010, los tipos de interés *forward*

a tres meses anticipaban subidas cercanas a los 15 p.b. tanto en EE.UU. como en la zona del euro para un plazo de seis meses. Sin embargo, estas subidas son ligeramente superiores en EE.UU. (48 p.b.) que en la zona del euro (33 p.b.) para el plazo de un año (véase cuadro 3).

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

CUADRO 3

%

	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	mar-10	jun-10	sep-10	dic-10
Zona del euro								
Contado	3,73	4,68	2,89	0,70	0,63	0,77	0,89	1,01
FRA 3x6	3,94	4,52	2,17	0,82	0,80	0,97	1,08	1,04
FRA 6x9	4,07	4,42	1,97	1,21	1,01	1,05	1,26	1,13
FRA 9x12	4,13	4,33	2,13	1,61	1,14	1,12	1,28	1,23
FRA 12x15	4,13	4,30	2,22	1,90	1,29	1,18	1,33	1,34
EE.UU.								
Contado	5,36	4,70	1,43	0,25	0,29	0,53	0,29	0,30
FRA 3x6	5,31	4,15	1,07	0,42	0,40	0,72	0,37	0,39
FRA 6x9	5,21	3,69	1,16	0,77	0,64	0,76	0,43	0,47
FRA 9x12	5,06	3,45	1,29	1,23	0,91	0,85	0,50	0,61
FRA 12x15	4,94	3,36	1,45	1,59	1,28	0,95	0,60	0,78

Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos a final de periodo.

2.2 Tipos de cambio

Tras la fuerte depreciación sufrida por el euro durante el primer semestre de 2010, la divisa europea tendió a apreciarse en los meses posteriores, parcialmente impulsada por la decisión de la Reserva Federal Estadounidense de retomar su política de relajación cuantitativa. Esta tendencia, sin embargo, se vio interrumpida por el episodio de inestabilidad en el mercado de deuda soberana irlandesa, en noviembre. Desde entonces, el tipo de cambio del euro ha invertido nuevamente su tendencia, aunque su depreciación en el tramo final del año no ha sido tan acentuada como en la primera mitad del mismo. Con todo, en el conjunto del segundo semestre, el euro se ha apreciado un 8,9% respecto al dólar, marcando un máximo a principios de noviembre en niveles de 1,42 dólares por euro. Respecto al yen, el euro se ha mantenido relativamente estable durante este periodo.

2.3 Tipos de interés a largo plazo

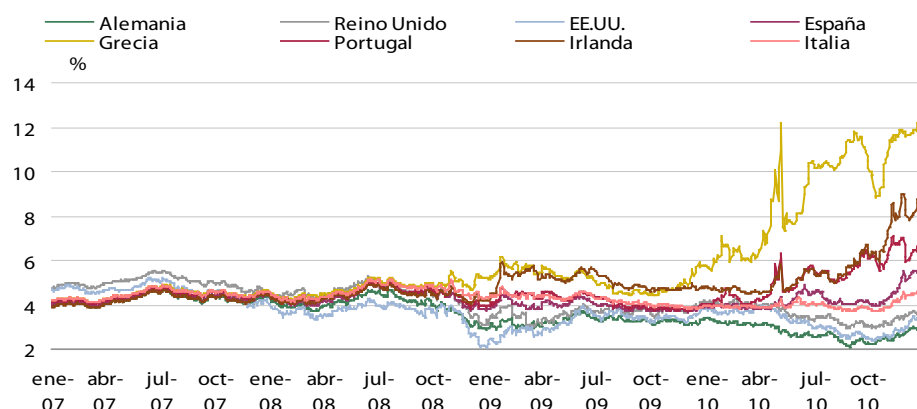
El aumento en la incertidumbre causado por los episodios de turbulencias en los mercados de deuda europea ha intensificado el papel de "activo refugio" de las deudas alemana y estadounidense y, en menor medida, la británica. Como se refleja en el gráfico 4, durante estos episodios de turbulencias, se han producido de forma paralela descensos en las rentabilidades de la deuda de estos países e incrementos de las rentabilidades de la deuda de los países con mayores elementos de fragilidad.

La publicación de las pruebas de resistencia sobre la banca europea el pasado mes de julio y la decisión excepcional de llevar a cabo compras de deuda soberana de los países de la eurozona por parte del BCE permitió reducir temporalmente los *spreads* de los bonos que más habían aumentado hasta entonces. Sin embargo, el deterioro del sector financiero y de las finanzas públicas irlandesas, que se hizo más evidente

desde los primeros días de noviembre, volvió a alimentar la incertidumbre acerca de la fortaleza fiscal de las economías periféricas de la zona del euro.

Rentabilidad de la deuda pública a largo plazo

GRÁFICO 4



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta 31 de diciembre.

Por su parte, los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo en las áreas geográficas más importantes descendieron en el tercer trimestre del año para retomar una nueva tendencia alcista en los últimos meses del mismo, especialmente en la zona del euro. A finales de 2010, los tipos de interés de la deuda pública a tres, cinco y diez años eran entre 30 p.b. y 62 p.b. inferiores a los de 2009, excepto en Japón (véase cuadro 4). En el plazo de diez años, los tipos de interés de la deuda pública finalizaron el ejercicio en el 2,9% en la zona del euro, en el 3,29% en EE.UU., en el 3,61% en el Reino Unido y en el 1,18% en Japón.

Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo¹

CUADRO 4

	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	mar-10	jun-10	sep-10	dic-10
Zona del euro								
3 años	3,75	3,96	2,07	1,55	1,17	0,65	0,77	1,16
5 años	3,77	4,04	2,50	2,27	2,15	1,50	1,36	1,91
10 años	3,80	4,27	3,04	3,22	3,12	2,63	2,33	2,90
EE.UU.								
3 años	4,58	3,12	1,07	1,37	1,49	1,15	0,73	0,98
5 años	4,53	3,49	1,51	2,33	2,42	1,98	1,40	1,92
10 años	4,57	4,10	2,40	3,59	3,72	3,19	2,64	3,29
Reino Unido								
3 años	5,00	4,48	2,60	1,67	1,87	1,31	0,93	1,14
5 años	4,94	4,61	2,80	2,69	2,79	2,19	1,71	2,07
10 años	4,64	4,63	3,33	3,94	4,02	3,43	3,12	3,61
Japón								
3 años	0,90	0,78	0,60	0,21	0,20	0,18	0,15	0,25
5 años	1,21	1,04	0,80	0,47	0,50	0,39	0,30	0,46
10 años	1,64	1,53	1,31	1,26	1,34	1,20	1,05	1,18

Fuente: Thomson Datastream.

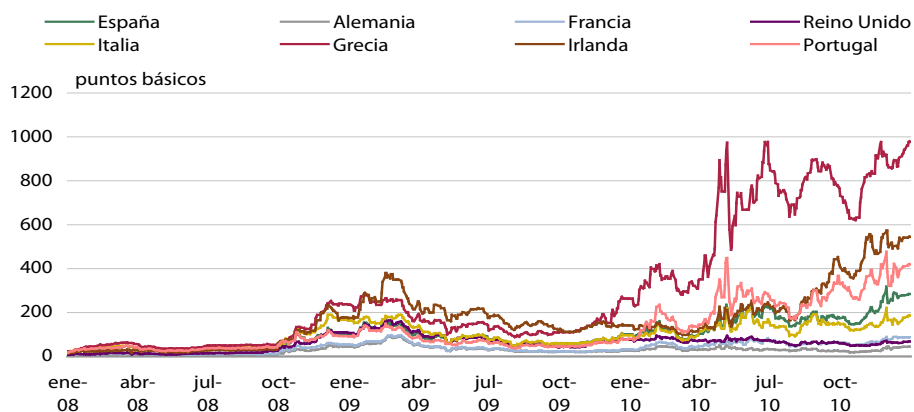
¹ Promedio mensual de datos diarios.

A lo largo de 2010 los mercados de deuda pública de los países periféricos del área del euro han mostrado un grado creciente de tensionamiento, que se ha traducido, en promedio, en un aumento significativo de los indicadores de riesgo soberano (véase gráfico 5). En efecto, el comienzo de la crisis de deuda soberana griega produjo un aumento generalizado de las primas de los CDS, que alcanzaron máximos históricos en mayo. La aprobación en mayo de un mecanismo de asistencia financiera por la Unión Europea, con la cooperación del FMI, la adopción de varios planes de ajuste fiscal en diversas economías europeas y las medidas impulsadas por el BCE para favorecer la liquidez en varios mercados de deuda pública y privada pusieron fin a la espiral alcista de dichas primas de riesgo.

Sin embargo, desde agosto, los precios de los CDS de los países periféricos comenzaron de nuevo a aumentar, esta vez impulsados por la debilidad de las finanzas públicas irlandesas (véase gráfico 5). Tras las medidas para el rescate de la economía irlandesa acordadas el 28 de noviembre¹, los CDS soberanos de las economías más afectadas tomaron una cierta tendencia descendente que, sin embargo, no se ha consolidado en las últimas semanas del año, caracterizadas por un repunte en la inestabilidad de los mercados de deuda de la zona del euro.

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

GRÁFICO 5



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 31 de diciembre.

Conviene señalar, no obstante, que el efecto contagio del reciente episodio de turbulencias en los mercados europeos de deuda pública sobre las primas de riesgo corporativo, aparentemente, no es tan acusado como el que siguió al anterior episodio de abril-junio (véase cuadro 5). Así, las primas de riesgo corporativo en EE.UU. y en la zona del euro en el segundo semestre han seguido moderándose y, al cierre de este informe, se situaban en niveles similares a los existentes antes de la crisis para todas las calidades crediticias de los emisores.

1 El rescate irlandés fue acordado el 28 de noviembre entre las autoridades irlandesas, por una parte, y la UE, el FMI y el BCE por otra, y aprobado formalmente por el ECOFIN en su reunión del 7 de diciembre de 2010. En total, el programa de ayuda comprende 85 mil millones de euros, la mayoría en forma de avales.

Primas de riesgo de la deuda privada¹

CUADRO 5

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

	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	mar-10	jun-10	sep-10	dic-10
Zona del euro								
High yield	332	462	2.181	714	588	671	510	462
BBB	94	163	621	242	184	215	176	170
AAA	25	82	160	28	31	17	18	14
EE.UU.								
High yield	331	541	1.923	582	502	603	563	461
BBB	129	222	737	189	140	194	181	145
AAA	58	105	315	51	51	59	49	37

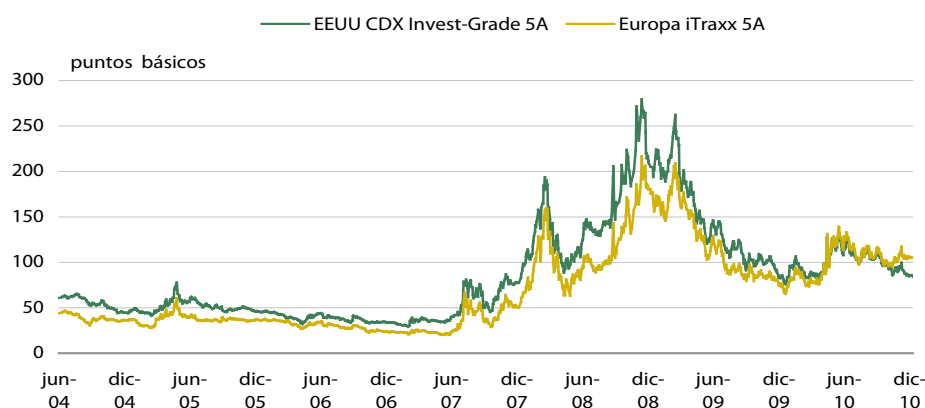
Fuente: Thomson Datastream.

1 Promedio mensual de datos diarios.

Los índices de riesgo de crédito de referencia en EE.UU. y Europa (CDX e iTraxx, respectivamente), que se elaboran a partir de los precios de los CDS de los emisores que componen los índices, apuntan a conclusiones similares, como puede apreciarse en el gráfico 6. Así, en ambos casos se ha registrado una tendencia decreciente a partir de junio, que, no obstante, ha sido consistente con una evolución relativamente más desfavorable del indicador europeo durante la última parte del año.

Índices de riesgo de crédito¹

GRÁFICO 6

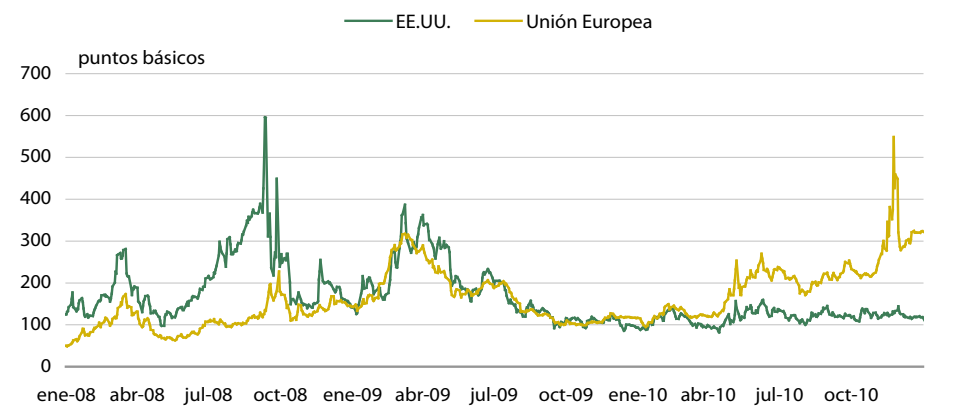


Fuente: Bloomberg.

1 Datos hasta el 31 de diciembre.

- *Investment grade*: emisiones con un *rating* de BBB- o superior en el caso de S&P o Baa3 o superior en el caso de Moody's.

No obstante lo anterior, los episodios de crisis de deuda soberana han tenido un impacto notable sobre la prima de riesgo de crédito de las entidades financieras europeas (véase gráfico 7). En particular, desde el segundo trimestre del año, la prima de riesgo de crédito de las entidades financieras europeas se ha ido distanciando progresivamente de la correspondiente a las entidades financieras estadounidenses. Así, a finales de diciembre, la prima de riesgo de las entidades europeas calculada por CMA oscilaba en torno a los 325 p.b., muy por encima de los 120 p.b. observados en las entidades financieras de EE.UU.



Fuente: Thomson Datastream, índices elaborados por CMA. Datos hasta el 31 de diciembre.

Para el conjunto de 2010, el volumen de emisiones internacionales de deuda a nivel internacional (en términos netos) fue similar al de 2009 (6,2 billones de dólares en 2010 frente a 6,3 billones en 2009), si bien se produjeron cambios relevantes en la composición de los instrumentos emitidos y en el tipo de emisor. Como se observa en el primer panel del gráfico 8, las emisiones de deuda soberana siguieron siendo las más cuantiosas e incluso incrementaron su peso relativo en el total de emisiones desde el 59% del total en 2009 hasta el 62% en 2010. Al mismo tiempo se observó una recuperación notable de las emisiones netas de titulizaciones en la primera mitad de año, que elevaron su importancia relativa en el total de las emisiones desde el 13% en 2009 hasta el 20% en 2010. No obstante, conviene tener presente que la evolución de estas emisiones podría estar fuertemente influenciada por las medidas de estímulo al mercado de titulización por parte de la Reserva Federal Estadounidense llevado a efecto durante el verano pasado.

Por su parte, la emisión de deuda corporativa muestra un balance mixto en función de la calidad crediticia del instrumento: las emisiones de deuda de elevada calidad crediticia (*investment grade*) cayeron a la mitad, reduciendo su peso desde el 24% del total emitido en 2009 hasta el 12% en 2010, mientras que el volumen de emisiones de deuda de menor calidad crediticia (*high yield*) se triplicó, elevando su importancia relativa desde el 1% hasta el 4% del total de emisiones de renta fija.

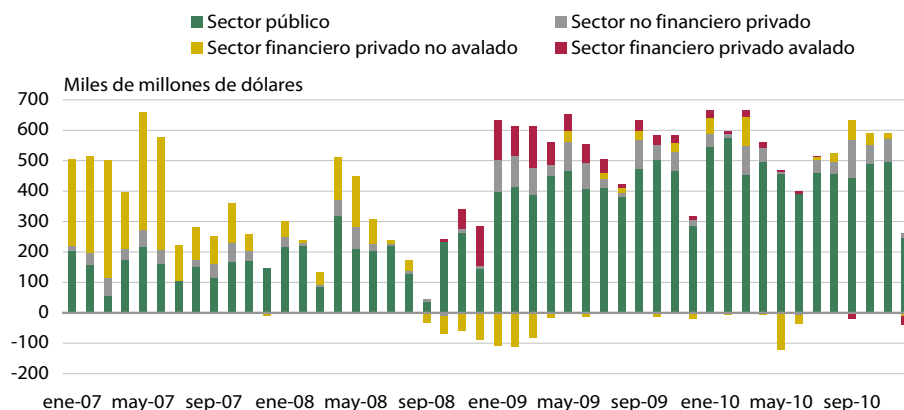
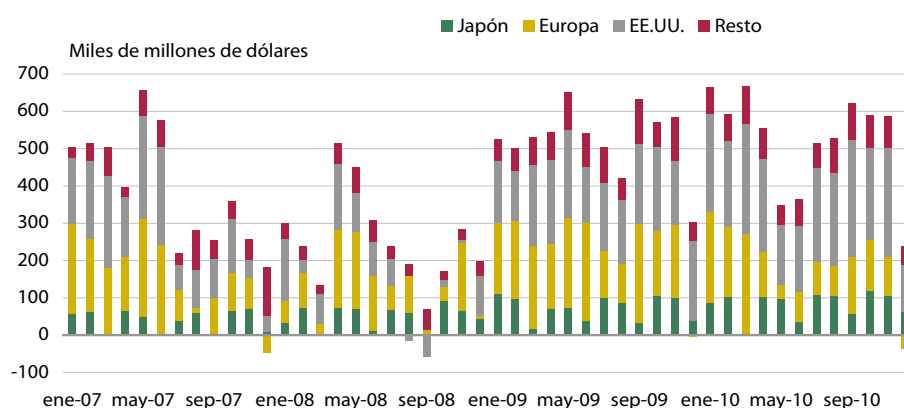
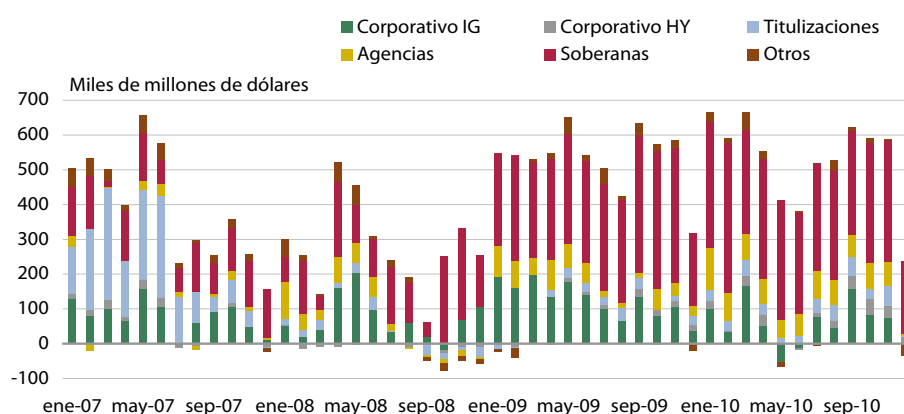
Atendiendo a la región emisora, durante 2010 se observó una recomposición sustancial entre las diferentes áreas geográficas como consecuencia, fundamentalmente, de la fuerte caída de las emisiones en Europa (superior al 32% con respecto a 2009), compensada por los incrementos de las emisiones de deuda en EE.UU. y Japón (del 24% y 12% respectivamente). Como resultado de estas variaciones, las emisiones netas de deuda en EE.UU. suponían al cierre de este informe el 46% del total mundial, frente al 23% de los emisores europeos y el 16% de los japoneses (véase panel 2 del gráfico 8).

Por tipo de emisor, se observa que las emisiones procedentes del sector público continuaron aumentando, a una tasa interanual del 9%, mientras que las del sector privado cayeron. Este último retroceso fue particularmente intenso en el caso de las entidades financieras (en torno a un 66% de caída). Así, desde el inicio de la crisis financiera en 2007, las emisiones efectuadas por el sector público se han incremen-

tado progresivamente desde los 1,8 billones de dólares en 2007 hasta los 5,5 billones en 2010. Por el contrario, las emisiones de deuda efectuadas por las entidades financieras han caído sustancialmente tanto en términos absolutos (desde 2,4 billones de dólares en 2007 hasta 0,17 billones en 2010) como relativos (desde el 52% del total en 2007 hasta el 3% en 2010). En 2008, este descenso en la actividad emisora privada tuvo su origen en el retroceso que comenzaban a evidenciar, fundamentalmente, las entidades financieras estadounidenses, mientras que en 2010, la caída de las emisiones de deuda de las entidades financieras se produjo mayoritariamente en Europa.

Emisiones internacionales netas de renta fija
Por tipo de instrumento financiero, región y tipo de emisor

GRÁFICO 8



Fuente: Dealogic. Datos hasta el 31 de diciembre.

2.4 Las bolsas internacionales

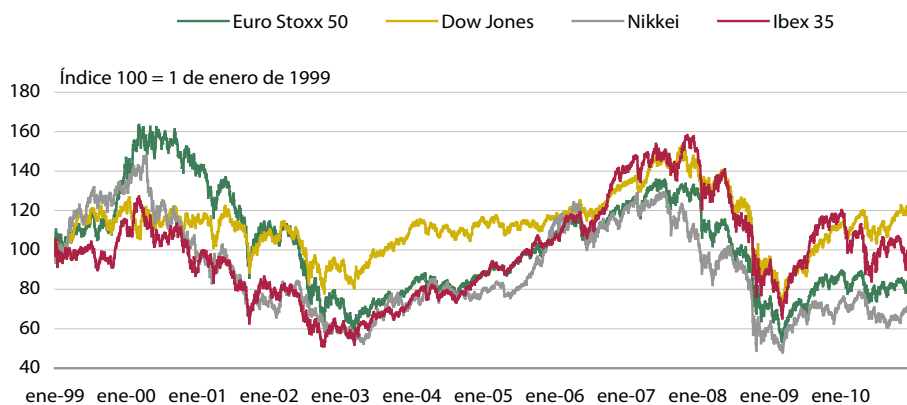
Los principales índices de renta variable internacionales han mostrado, en términos generales, revalorizaciones sustanciales en el tercer y cuarto trimestre del año (véanse cuadro 6 y gráfico 9). En el tercer trimestre, la positiva recepción que los inversores dieron a los resultados de las pruebas de resistencia realizadas sobre las entidades financieras europeas y la percepción de una cierta robustez en el proceso de recuperación económica mundial dieron lugar a revalorizaciones notables en las bolsas más importantes, con la excepción de las japonesas.

En el cuarto trimestre, a pesar del impacto positivo de la compra por parte de la Reserva Federal de deuda pública estadounidense y de la mejoría de los resultados empresariales en ese país, las turbulencias originadas en Irlanda acabaron interrumpiendo la tendencia alcista de los precios en casi todas las plazas de referencia. Aún así, todos los índices, excepto el Ibex 35, se mantuvieron en terreno positivo, con resultados sensiblemente superiores en el caso de las bolsas estadounidenses y japonesas. En el conjunto de las bolsas europeas, destacó la revalorización del Dax alemán y del FTSE 100 británico.

En el conjunto de 2010, destacaron, por encima de los demás, los avances de los índices estadounidenses, que oscilaron entre el 11% y el 16,9%, del índice alemán (16,1%) y, en menor medida, del índice británico (9%). Las bolsas japonesas registraron leves retrocesos (inferiores al 1%) mientras que las bolsas europeas presentaron un mayor grado de heterogeneidad, al verse afectadas con distinta intensidad por los sucesivos episodios de turbulencias en los mercados de deuda soberana.

Evolución de los principales índices bursátiles ¹

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 31 de diciembre.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 6

%	2005	2006	2007	2008	2009	2010	I-10	II-10	III-10	IV-10
Mundo										
MSCI World	7,6	18,0	7,1	-42,1	27,0	9,6	2,7	-13,3	13,2	8,6
Zona del euro										
Euro Stoxx 50	21,3	15,1	6,8	-44,4	21,1	-5,8	-1,1	-12,2	6,8	1,6
Euronext 100	23,2	18,8	3,4	-45,2	25,5	1,0	2,2	-10,5	7,5	2,8
Dax 30	27,1	22,0	22,3	-40,4	23,8	16,1	3,3	-3,1	4,4	11,0
Cac 40	23,4	17,5	1,3	-42,7	22,3	-3,3	1,0	-13,4	7,9	2,4
Mib 30	13,9	19,0	-8,0	-48,7	20,7	-8,7	-0,4	-14,7	6,2	1,1
Ibex 35	18,2	31,8	7,3	-39,4	29,8	-17,4	-9,0	-14,8	13,5	-6,2
Reino Unido										
FTSE 100	16,7	10,7	3,8	-31,3	22,1	9,0	4,9	-13,4	12,8	6,3
Estados Unidos										
Dow Jones	-0,6	16,3	6,4	-33,8	18,8	11,0	4,1	-10,0	10,4	7,3
S&P 500	3,0	13,6	3,5	-38,5	23,5	12,8	4,9	-11,9	10,7	10,2
Nasdaq-Cpte	1,4	9,5	9,8	-40,5	43,9	16,9	5,7	-12,0	12,3	12,0
Japón										
Nikkei 225	40,2	6,9	-11,1	-42,1	19,0	-3,0	5,2	-15,4	-0,1	9,2
Topix	43,5	1,9	-12,2	-41,8	5,6	-1,0	7,8	-14,0	-1,4	8,4

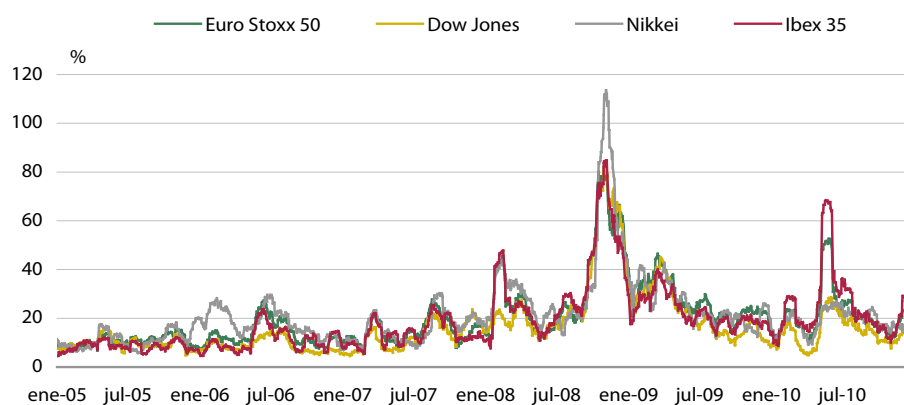
Fuente: Datastream.

1 En moneda local.

Los indicadores de volatilidad de los índices bursátiles más importantes, que habían descendido sustancialmente en el tercer trimestre del año, volvieron a repuntar temporalmente en noviembre como consecuencia del nuevo episodio de turbulencias en los mercados de deuda soberana europea. Sin embargo, como se observa en el gráfico 10, este aumento de la volatilidad fue sensiblemente inferior al que se observó en el episodio anterior, asociado a la crisis de deuda griega. En los últimos días del año, las volatilidades de las bolsas retrocedieron significativamente.

Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles¹

GRÁFICO 10



Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos hasta el 31 de diciembre.

En el segundo semestre de 2010, las rentabilidades por dividendo de los principales índices internacionales moderaron los aumentos registrados en el primer semestre del año (véase cuadro 7). Por regiones, cabe resaltar que las rentabilidades por dividendo en las bolsas europeas permanecieron en niveles superiores a sus homólogas

estadounidenses y japonesas (ambas en torno al 2%), oscilando en un rango entre el 2,9% del Dax 30 alemán y el 5,9% del Ibex 35.

Rentabilidad por dividendo de los principales índices bursátiles

CUADRO 7

%

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

Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos a 31 de diciembre.

Tras los descensos registrados en la primera mitad del año, las ratios del precio sobre beneficio (PER) de los principales índices de renta variable han mostrado una relativa estabilidad en el segundo semestre, a excepción de Japón, con una corrección menos acusada que en la primera parte del año (véase el cuadro 8). De este modo, a lo largo de 2010 las ratios de las bolsas de EE.UU. se han acercado a las de las bolsas japonesas y han ampliado ligeramente su diferencia con las europeas. Así, las PER más elevadas continúan siendo las de EE.UU. (13,1 para el S&P 500) y Japón (13,6 para el Topix), frente al intervalo del 9,5 y el 10,8 que marcan, respectivamente, el Euro Stoxx 50 y el Dax 30, para el conjunto de bolsas europeas. Desde una perspectiva temporal amplia, los niveles actuales de PER siguen siendo relativamente bajos (véase gráfico 11).

PER¹ de los principales índices bursátiles

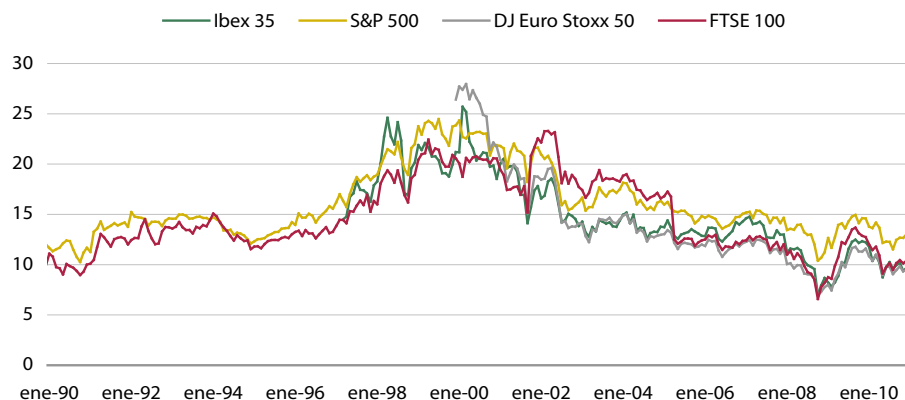
CUADRO 8

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

Fuente: Thomson Datastream.

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

2 Datos a 31 de diciembre.



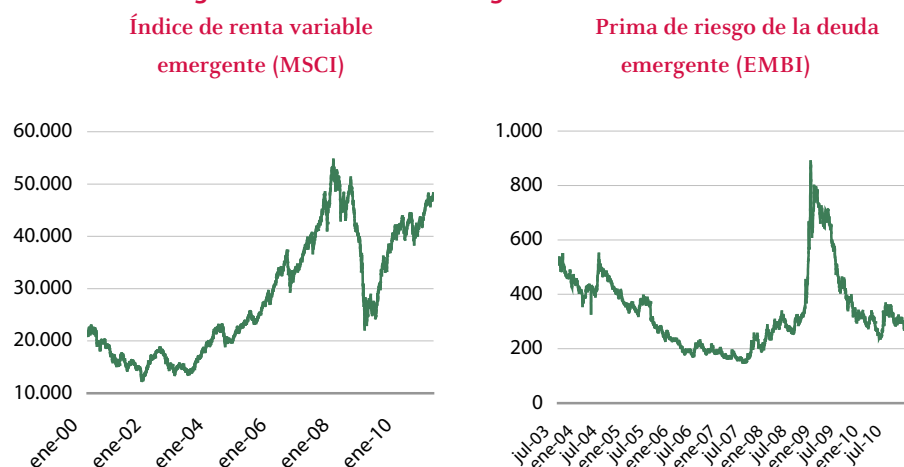
Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta 31 de diciembre.

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

Por su parte, las bolsas de las economías emergentes han registrado a lo largo de 2010 unas revalorizaciones, en la mayoría de los casos, más intensas que las acontecidas en los mercados de las economías industrializadas (véase cuadro 9). Aún así, las primeras también se han visto negativamente afectadas por los episodios de inestabilidad en la deuda soberana europea, como sucedió en el segundo trimestre del año, coincidiendo con la crisis de deuda griega. Por el contrario, los avances del tercer trimestre del año fueron más intensos que los registrados en las economías más avanzadas. Así, la bolsa China creció un 11% en el tercer trimestre frente a la caída del 23% en el segundo trimestre y la bolsa brasileña, que había cedido un 13% en el segundo trimestre, creció un 14% en el tercero.

A finales de 2010, los índices agregados tanto de renta variable como de renta fija de las economías emergentes se situaban en niveles similares a los registrados justo antes del comienzo de las turbulencias financieras en agosto de 2007 (véase el gráfico 12). Este comportamiento podría recoger, parcialmente, las mejores expectativas de crecimiento de estas economías, si bien no es descartable que se pueda estar produciendo una cierta infravaloración de los riesgos presentes en algunos de estos mercados.

Valoración del riesgo en las economías emergentes



Fuente: Thomson Datastream y Bloomberg. Datos hasta el 31 de diciembre.

Rentabilidad de otros índices bursátiles internacionales

CUADRO 9

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

Fuente: Thomson Datastream.

Según los datos de la Federación Internacional de Bolsas de Valores (WFE, en sus siglas en inglés), en el periodo acumulado hasta noviembre de 2010, la contratación en los mercados bursátiles creció a nivel mundial un 3% interanual, hasta alcanzar los 58,3 billones de dólares, frente al descenso registrado en el mismo periodo del año anterior, del 32%. Este aumento se debió, en primer lugar, al crecimiento de la contratación en las bolsas emergentes, particularmente en China y en Brasil. Entre las economías avanzadas, destaca el crecimiento de la contratación en la bolsa australiana, del 35%. También se registraron avances en la contratación, aunque de menor intensidad, en la bolsa española (17%), en la alemana (8%) y en el NYSE Euronext (5%). Por su parte, tanto la bolsa griega como la irlandesa experimentaron fuertes retrocesos, del 30% y el 13%, respectivamente.

Contratación de las principales bolsas internacionales

CUADRO 10

Importes en miles de millones de euros

Bolsa	2007	2008	2009	2010 ⁴	I-10	II-10	III-10	IV-10 ⁵
EE.UU. ¹	32.758	48.488	22.451	21.681	5.365	7.389	5.415	3.513
Nueva York	21.177	23.042	12.627	12.627	2.996	4.301	3.218	2.112
Tokio	4.713	3.816	2.656	2.626	674	817	657	477
Londres ²	7.545	4.374	1.270	1.949	510	639	475	325
Euronext	4.102	3.028	1.383	1.430	375	466	348	241
Deutsche Börse	3.144	3.211	1.084	1.159	309	391	280	179
BME ³	1.666	1.243	886	1.037	229	299	215	294

Fuente: Federación Internacional de Bolsas de Valores y CNMV.

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

2 Desde 2010 integra Borsa Italiana.

3 Bolsas y Mercados Españoles. No incluye Latibex.

4 Datos acumulados hasta noviembre, a excepción de BME, hasta la primera quincena de diciembre.

5 Datos correspondientes a octubre y noviembre, salvo para BME que incluye el trimestre completo.

3 Evolución reciente de los mercados financieros nacionales

3.1 Mercados de renta fija

Los mercados de renta fija domésticos han sufrido con cierta intensidad los distintos episodios de inestabilidad ligados a la deuda soberana europea a lo largo de 2010. Así, los tipos de interés han experimentado variaciones notables en todos los plazos con independencia del tipo de emisor, público o privado.

En concreto, los tipos de las Letras del Tesoro a tres, seis y doce meses, que habían alcanzado máximos en junio tras la crisis de deuda griega, tendieron a reducirse en el tercer trimestre del año entre 13 p.b. y 48 p.b. dependiendo del plazo, hasta quedar en el 0,65%, el 1,14% y el 1,72%, respectivamente. La crisis de deuda irlandesa en el último trimestre del año propició un nuevo encarecimiento de la deuda española, que en los plazos más largos fue cercano a 1,5 puntos porcentuales. Así, a finales de diciembre los tipos de interés de las Letras a tres, seis y doce meses ascendían al 1,60%, el 2,71% y el 3,09%, respectivamente.

Por su parte, los tipos de interés de los pagarés de empresa, en general, mostraron una tendencia alcista a lo largo de todo el año. En la segunda mitad de 2010, los tipos de los pagarés a tres y seis meses se incrementaron desde el 0,93% y el 1,44% hasta el 1,37% y el 2,52%, respectivamente. Los tipos de los pagarés a doce meses volvieron a superar el 3% a final de año, tras haber caído hasta el 2,68% en el tercer trimestre del año (véase cuadro 11).

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 11

%

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	mar-10	jun-10	sep-10	dic-10
Letras del Tesoro								
3 meses	3,90	2,00	0,42	1,60	0,55	0,99	0,65	1,60
6 meses	4,03	2,09	0,65	2,71	0,53	1,25	1,14	2,71
12 meses	4,02	2,10	0,88	3,09	0,72	2,07	1,72	3,09
Pagarés de empresa²								
3 meses	4,54	3,09	0,76	1,37	0,81	0,93	1,21	1,37
6 meses	4,83	3,63	1,25	2,52	1,31	1,44	2,21	2,52
12 meses	4,87	3,74	1,63	3,04	1,93	3,12	2,68	3,04

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Porcentaje promedio de datos diarios. En diciembre se incluyen datos hasta el día 30.

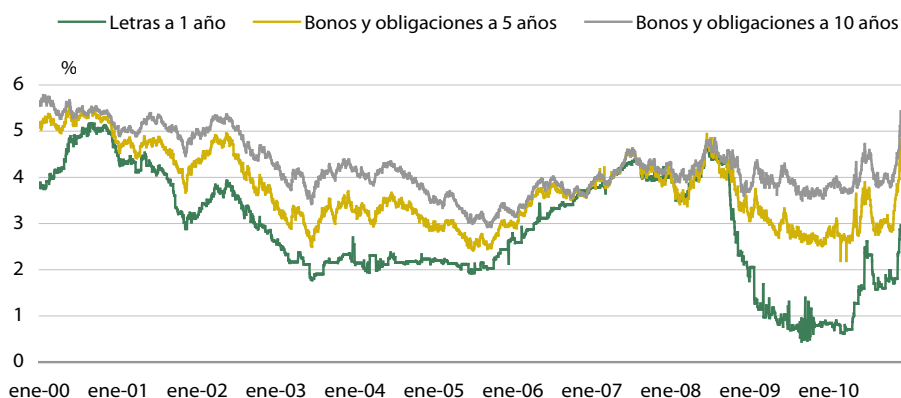
2 Tipos de interés de emisión.

Durante la segunda mitad del año, las rentabilidades de la deuda pública a más largo plazo han mostrado una tendencia similar a las de corto plazo, es decir, con descensos en el tercer trimestre (entre los 50 p.b. y los 70 p.b., dependiendo del plazo) y fuertes incrementos en el cuarto (entre 1,26 p.p. y 1,56 p.p.; véase gráfico 13). A finales de diciembre, los tipos de la deuda pública a tres, cinco y diez años se situaban en el 3,9%, el 4,7% y el 5,5% respectivamente, que suponen unos niveles sustancialmente superiores a las de finales de 2009 (del 2,5%, el 3% y el 4% respectivamente).

Como ya ocurriera durante la crisis de deuda griega, el incremento de los tipos de interés de la deuda española en los últimos meses del año ha venido acompañado de aumentos sustanciales en su prima de riesgo, que alcanzó máximos históricos a finales de noviembre, cuando el diferencial de los tipos de interés con respecto a la deuda alemana se situó en 291 p.b. y el CDS a cinco años del bono español en 318 p.b. El rescate irlandés y la adopción de nuevas medidas para fortalecer las finanzas públicas domésticas redujeron levemente el nivel de riesgo percibido a finales de diciembre.

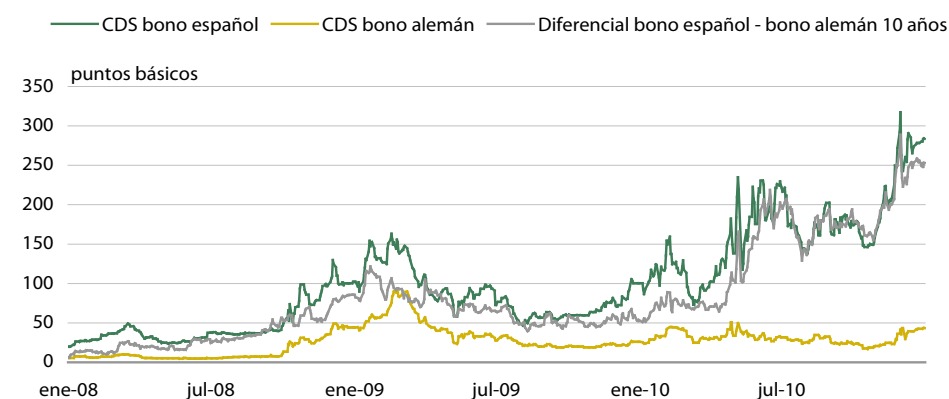
Rentabilidades de la deuda pública española¹

GRÁFICO 13



Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos hasta el 31 de diciembre.



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 31 de diciembre.

Los tipos de interés de la renta fija privada a largo plazo han mostrado variaciones relativamente similares a las de los tipos de la deuda pública a lo largo del año. Así, tras los máximos alcanzados en el segundo trimestre, los tipos cayeron en el tercer trimestre (salvo en el plazo de diez años), y repuntaron sustancialmente en el cuarto (entre 0,78 p.p. y 1,29 p.p., dependiendo del plazo). A finales de diciembre, el promedio mensual de los tipos de interés de la renta fija privada a tres, cinco y diez años se situaba en el 4,31%, el 5,44% y el 6,42% respectivamente (véase el cuadro 12).

La prima de riesgo de crédito de los emisores españoles del sector privado, financiero y no financiero, que de forma paralela a la prima de riesgo soberano había descendido sustancialmente a lo largo del tercer trimestre del año, repuntó en el último trimestre hasta valores similares a los alcanzados durante la crisis de deuda griega en mayo. Por sectores, el incremento de la prima de riesgo de las entidades financieras fue muy superior al de las entidades no financieras (véase gráfico 15). En concreto, la prima de riesgo de las entidades financieras españolas, en promedio, quedó cerca de los 450 p.b. a finales de diciembre frente a algo más de los 200 p.b. de las entidades no financieras (véase el gráfico 15).

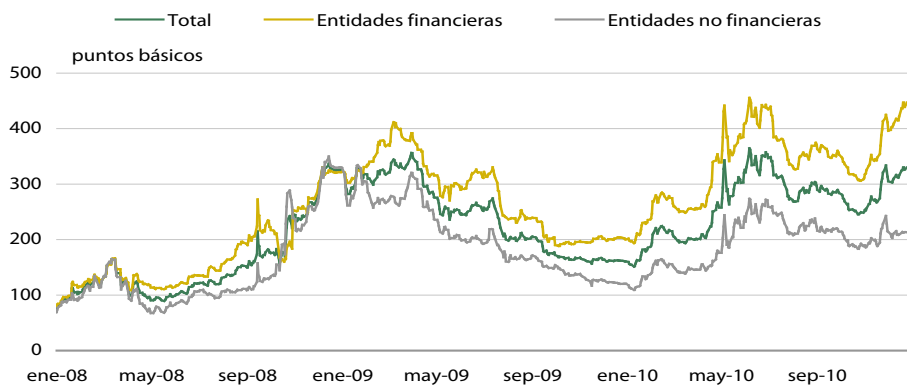
Rentabilidad de la renta fija privada a medio y largo plazo¹

CUADRO 12

%	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	mar-10	jun-10	sep-10	dic-10
3 años	5,32	5,45	3,14	4,31	2,40	4,13	3,53	4,31
5 años	5,36	5,99	4,30	5,44	3,64	4,59	4,15	5,44
10 años	5,40	6,08	4,88	6,42	4,50	5,16	5,42	6,42

Fuente: Reuters y elaboración propia.

¹ Promedio de datos diarios. En diciembre se incluyen datos hasta el día 30.



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 31 de diciembre.

¹ Media simple.

En relación a la actividad emisora, el importe de las emisiones brutas de renta fija privada registradas en la CNMV alcanzó los 226.438 millones de euros en el conjunto del año, un 42% menos que el importe emitido en el mismo periodo de 2009 (véase el cuadro 13). Las emisiones efectuadas por las entidades financieras quedaron cerca de los 222.858 millones de euros (el 98,4% del total), lo que supone un descenso del 41% en términos interanuales. Por su parte, las emisiones brutas de renta fija efectuadas por las sociedades no financieras quedaron ligeramente por debajo de los 3.600 millones de euros, un 69% menos que en el mismo periodo de 2009.

El descenso de las emisiones tuvo su origen en el retroceso de las emisiones de pagarés, que cayeron un 49%, hasta los 97.575 millones de euros, de bonos y obligaciones no convertibles, con una caída del 61%, hasta situarse en los 24.356 millones de euros y, en menor medida, de los bonos de titulización, que mostraron un retroceso del 22,5% hasta los 63.261 millones de euros. La emisión de bonos de titulización continuó siendo retenida de forma mayoritaria por las entidades originadoras, que siguieron utilizando estos instrumentos como garantía en las operaciones de financiación con el Eurosistema.

Por otro lado, cabe destacar la práctica desaparición de las emisiones de bonos avaladas por el Estado, que en el conjunto de 2010 apenas superaron los 13 mil millones de euros, frente a los 47.800 millones del año anterior. Por su parte, la emisión de cédulas hipotecarias se mantuvo en niveles ligeramente inferiores a los de 2009 (34.378 millones de euros, frente a 35.574 millones en 2009), mientras que desaparecieron las emisiones de participaciones preferentes y la de bonos y obligaciones convertibles pasó a ser residual, con un volumen conjunto emitido de ambos instrumentos de 968 millones de euros frente a algo más de 16 mil millones de euros en 2009. En este contexto, únicamente mejoró la emisión de cédulas territoriales, que aumentó desde 500 millones de euros en 2009 hasta cerca de seis mil millones de euros en 2010.

Como consecuencia de estas variaciones, la importancia relativa de las diferentes fuentes de financiación de los emisores españoles sufrió ciertas modificaciones. Los pagarés continuaron siendo la partida más cuantiosa en el conjunto de las emisiones de renta fija, pero su importancia relativa descendió desde el 48% en 2009 hasta el 41% en 2010. Otras partidas que perdieron peso relativo en el conjunto de emisiones

son los bonos y obligaciones no convertibles (del 16% al 11% del total de emisiones), y las participaciones preferentes (del 3% a menos del 0,1%). Por el contrario, la importancia relativa de las emisiones de cédulas hipotecarias, de bonos de titulización y de cédulas territoriales se incrementó, desde el 9% al 15% del total en el primer caso, del 21% al 28% en el segundo, y del 0,1% al 3% en el tercero.

Por otro lado, desde el inicio de la crisis se observa que una parte de la caída de las emisiones de renta fija en España está siendo sustituida por emisiones de renta fija en el exterior, especialmente en los plazos más largos. En particular, la emisión bruta de renta fija en el exterior a largo plazo de emisores españoles (mayoritariamente bonos y obligaciones) ascendió a 50.782 millones de euros entre enero y noviembre de 2010, por encima de los 47.230 millones del conjunto de 2009. En ese mismo periodo, la emisión de pagarés en el exterior fue ligeramente superior a los 74.116 millones de euros, una cifra elevada, pero inferior a la de 2009 (102.456 millones), ejercicio en el que el crecimiento de la emisión exterior de pagarés fue significativo.

Emisiones brutas¹ de renta fija registradas en la CNMV

CUADRO 13

	2007	2008	2009	2010	2009				2010	
					III	IV	I	II	III	IV
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	648.757	476.276	387.476	226.438	66.722	74.199	51.667	57.410	61.635	55.726
Cédulas hipotecarias	24.696	14.300	35.574	34.378	3.870	11.055	4.650	10.892	10.317	8.519
Cédulas territoriales	5.060	1.820	500	5.900	0	0	400	4.700	300	500
Bonos y obligaciones no convertibles	27.416	10.490	62.249	24.356	6.138	12.370	8.733	6.811	1.287	7.525
Bonos y obligaciones convertibles/ canjeables	0	1.429	3.200	968	2.200	700	0	0	0	968
Bonos de titulización	141.627	135.253	81.651	63.261	12.956	10.301	2.875	15.699	28.190	16.497
Tramo nacional	94.049	132.730	77.289	62.743	11.751	9.696	2.875	15.205	28.190	16.473
Tramo internacional	47.578	2.522	4.362	518	1.206	605	0	494	0	24
Pagarés de empresa ²	442.433	311.738	191.342	97.575	40.340	39.753	35.010	19.307	21.541	21.717
De titulización	465	2.843	4.758	5.057	953	1.245	995	930	1.723	1.409
Resto de pagarés	441.969	308.895	186.583	92.518	39.388	38.508	34.015	18.377	19.818	20.308
Otras emisiones de renta fija	7.300	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	225	1.246	12.960	0	1.217	20	0	0	0	0
Pro memoria:										
Emisiones subordinadas	47.158	12.950	20.989	9.154	4.679	2.254	3.284	1.984	1.839	2.048
Emisiones aseguradas	86.161	9.170	4.794	299	1.450	785	299	0	0	0

Fuente: CNMV.

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

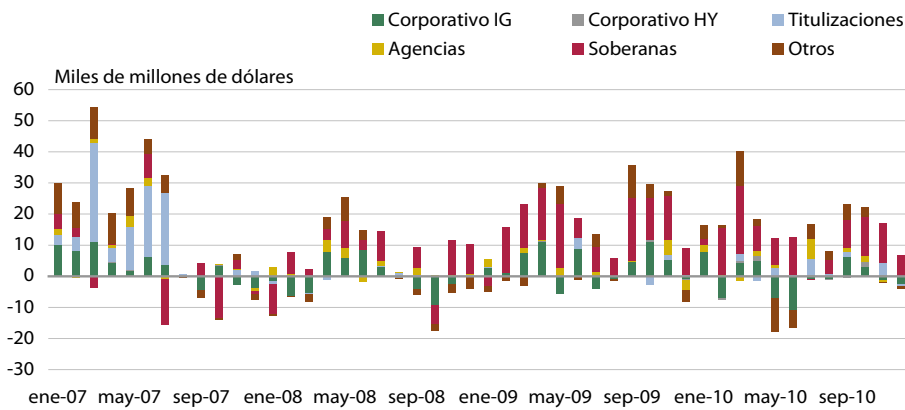
2 Las cifras de emisión de pagarés de empresa corresponden a los importes colocados.

El gráfico 16 muestra la evolución de las emisiones netas de deuda de entidades españolas por tipo de instrumento emitido desde 2007. Así, ese gráfico revela que la tendencia de anteriores trimestres se mantiene, siendo las de deuda soberana las que más contribuyen al total de emisiones. La emisión de instrumentos de alta calidad crediticia (*investment grade*) que retrocedió sustancialmente en el primer semestre de 2010, mostró un cierto avance en el tercer trimestre, pero volvió a caer en los meses finales del año, como consecuencia, en parte, del nuevo episodio de turbulencias en los mercados de deuda pública europeos.

Emisiones netas de renta fija a largo plazo por emisores españoles¹

GRÁFICO 16

Por tipo de instrumento



Fuente: Dealogic y CNMV. Datos hasta el 31 de diciembre de 2010.

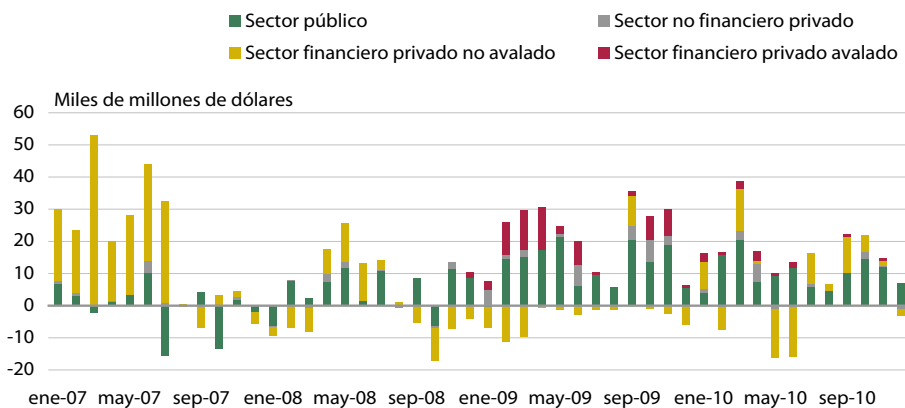
1 La categoría "Otros" contiene cédulas hipotecarias, participaciones preferentes y otros instrumentos de renta fija a largo plazo.

En el gráfico 17, que contiene la información relativa al tipo de emisor, se observa que en la segunda mitad de año el emisor más relevante continuó siendo el sector público. Destaca, asimismo, una cierta recuperación de las emisiones de deuda por parte de las entidades financieras en los meses centrales del año tras el retroceso de la actividad emisora de este sector en los primeros meses del año. Las cifras del último trimestre apuntan a una nueva desaceleración de las emisiones. Por su parte, las emisiones de deuda efectuadas por el sector privado no financiero continuaron en niveles muy reducidos.

Emisiones netas de renta fija a largo plazo por emisores españoles

GRÁFICO 17

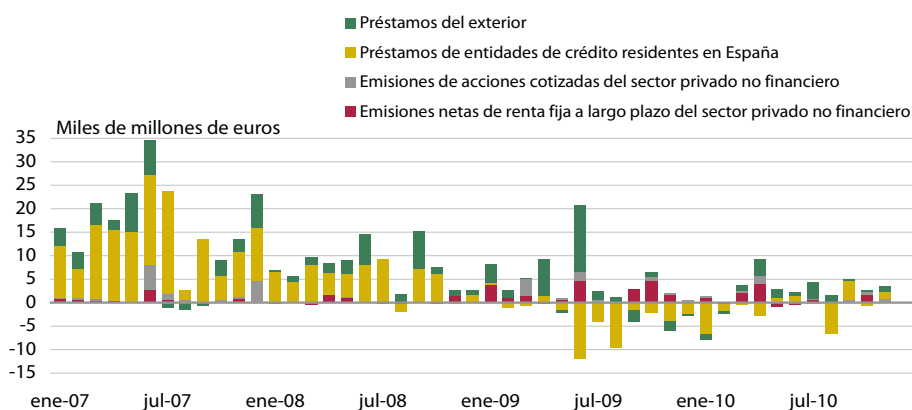
Por tipo de emisor



Fuente: Dealogic y CNMV. Datos hasta el 31 de diciembre de 2010.

Variación del saldo vivo del crédito bancario recibido y emisiones netas de renta fija a largo plazo realizadas por el sector privado no financiero español¹

GRÁFICO 18



Fuente: Banco de España y Dealogic.

¹ Los datos de los préstamos de las entidades de crédito a sociedades no financieras residentes en España corresponden a datos mensuales hasta noviembre de 2010 procedentes del Banco de España. Los préstamos de las entidades de crédito a las sociedades no financieras no incluyen préstamos titulizados fuera de balance. Los datos mensuales de emisiones netas de renta fija a largo plazo y de acciones cotizadas de emisores privados no financieros españoles se elaboran a partir de Dealogic hasta noviembre de 2010.

Finalmente, como se ha señalado anteriormente, cabe resaltar el descenso del recurso a la financiación del Eurosistema por parte de las entidades españolas a lo largo de la segunda mitad de 2010. En concreto, el préstamo neto obtenido por las entidades españolas ha descendido desde un máximo histórico superior a los 130 mil millones de euros de julio hasta los 61 mil millones en noviembre. De forma paralela, el recurso a la facilidad marginal de depósito se ha reducido desde los 18 mil millones de euros hasta los tres mil millones en el mismo periodo.

3.2 Mercados de renta variable

3.2.1 Precios

Después del fuerte crecimiento mostrado por el Ibex 35 en el tercer trimestre del año (del 13,5%), el Ibex 35 cedió un 6,2% en el último trimestre², con pérdidas puntuales que alcanzaron el 12%, si bien en diciembre resgistró una tendencia moderadamente alcista como consecuencia de la relativa estabilización de los mercados de deuda soberana que siguió a la aprobación del plan de rescate de la economía irlandesa y la adopción de nuevas medidas de consolidación fiscal en el ámbito doméstico. En el conjunto del año, el Ibex 35 ha descendido un 17,4%, lo que supone una caída superior a la del resto de bolsas de referencia.

Los índices de renta variable nacional de menor capitalización también han experimentado retrocesos en el conjunto del año, parcialmente compensados por los repuntes registrados en el tercer trimestre. Así, los índices de las sociedades de pequeña y mediana capitalización han retrocedido un 4,3% y un 0,5%, respectivamente, en el último trimestre de 2010, tras experimentar sendos crecimientos del 3,6% y el 13,7% en el trimestre anterior. En el conjunto del año, el índice de las sociedades de pequeña

² Datos hasta el 30 de diciembre.

capitalización ha mostrado el peor comportamiento relativo, con una caída del 18,3%, mientras que el descenso correspondiente a las empresas de mediana capitalización ha sido cercano al 6%. Por el contrario, la evolución de los índices FTSE Latibex ha sido notablemente diferente de la del resto de índices de renta variable nacional a lo largo de 2010, al mostrar avances por encima del 9% (véase el cuadro 14).

La volatilidad implícita del Ibex 35 aumentó temporalmente en noviembre hasta niveles próximos al 40%, si bien en los últimos días del año retrocedió. En línea con el resto de mercados de referencia, la volatilidad del mercado español en el tramo final del año, próxima al 20%, ha sido significativamente inferior a la alcanzada en el segundo trimestre, coincidiendo con la crisis de deuda soberana griega, cuando este indicador registró valores próximos al 70% (véase gráfico 19).

Rentabilidad de los índices del mercado bursátil español

CUADRO 14

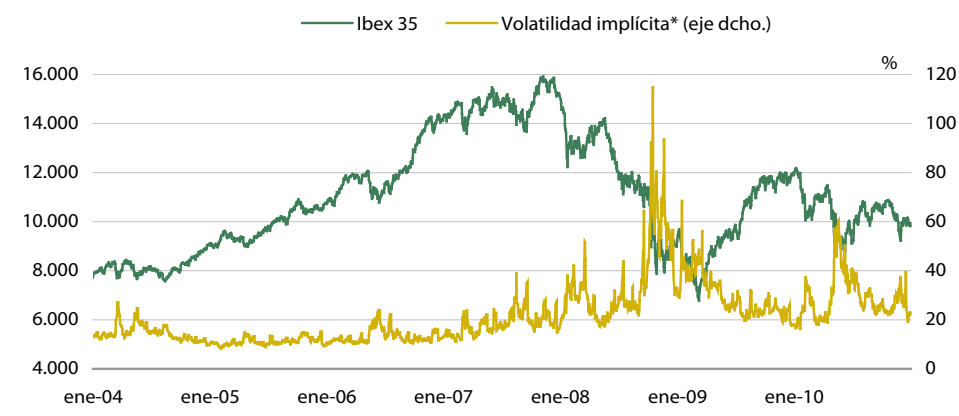
%	2006	2007	2008	2009	2010	I-10 ¹	II-10 ¹	III-10 ¹	IV-10 ¹
Ibex 35	31,8	7,3	-39,4	29,8	-17,4	-9,0	-14,8	13,5	-6,2
Madrid	34,5	5,6	-40,6	27,2	-19,2	-9,6	-14,5	12,9	-7,5
Ibex Medium Cap	42,1	-10,4	-46,5	13,8	-5,6	-0,8	-15,9	13,7	-0,5
Ibex Small Cap	54,4	-5,4	-57,3	17,6	-18,3	-0,9	-16,9	3,6	-4,3
FTSE Latibex All-Share	23,8	57,8	-51,8	97,2	9,0	6,9	-7,3	1,5	8,3
FTSE Latibex Top	18,2	33,7	-44,7	79,3	9,7	7,2	-2,5	-2,2	7,3

Fuente: Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

Evolución del Ibex 35 y de la volatilidad implícita

GRÁFICO 19



Fuente: Thomson Datastream y MEFF.

* Volatilidad implícita *at the money* (ATM) del primer vencimiento. Datos hasta el 30 de diciembre.

Tras los fuertes repuntes experimentados por la totalidad de sectores del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) en el tercer trimestre, las turbulencias registradas en el último trimestre del año han condicionado notablemente a todos ellos (véase cuadro 15). En este contexto, destacan la caídas de las cotizaciones de las entidades asociadas al sector inmobiliario (-29,8%) y a la banca (-16,8%) y, en menor medida, las registradas en el sector de tecnología y telecomunicaciones (-5,8%) y en el de bienes de consumo (-2,2%) y la moderación en el avance de las cotizaciones del resto de sectores. Así, el sector energético moderó su avance intertrimestral (hasta el 4,8%), seguido de la desaceleración en el sector de servicios de consumo (hasta el 2,6%) y, por último, la experimentada por el sector de materiales básicos, industria

y construcción (0,3%). En el conjunto del año, todos los sectores del IGBM presentaban pérdidas salvo el de bienes de consumo, que se ha revalorizado un 17% gracias al buen comportamiento de una gran empresa de actividad textil. El sector de servicios financieros e inmobiliarios ha perdido en torno al 32% en el año (un 53,3% las sociedades relacionadas con el sector inmobiliario y un 33,1% las entidades bancarias³), el sector de materiales básicos, industria y construcción ha perdido un 15,2% y el de tecnología y telecomunicaciones un 12,8%.

Como se observa en el cuadro 16, el descenso en las cotizaciones de los dos bancos de mayor tamaño ha sido responsable de cerca de dos tercios de la caída del IGBM en 2010. También cabe señalar el impacto negativo, aunque de menor intensidad, producido por una empresa del sector de las telecomunicaciones, que provocó un 15% del descenso del IGBM.

Rentabilidad sectorial y de los principales valores¹ de la Bolsa de Madrid CUADRO 15

% anual, salvo otra indicación

	ponderación ²	2009	2010	I-10 ³	II-10 ³	III-10 ³	IV-10 ³
Servicios financieros e inmobiliarios	44,22	47,3	-31,7	-14,2	-15,5	12,0	-15,9
Inmobiliarias y otros	0,27	-31,8	-53,3	-2,3	-22,8	-11,9	-29,8
Banca	41,13	50,0	-33,1	-15,0	-15,6	12,3	-16,8
BBVA	11,32	49,4	-38,2	-20,4	-17,6	18,6	-20,5
Santander	25,22	73,0	-30,5	-14,8	-14,2	10,3	-13,8
Petróleo y energía	14,89	-2,7	-8,6	-5,5	-19,1	14,0	4,8
Iberdrola	5,97	2,0	-7,7	-5,9	-22,8	21,0	5,0
Repsol YPF	4,28	24,0	11,3	-6,4	-5,1	13,5	10,3
Mat. básicos, industria y construcción	7,60	22,5	-15,2	-4,4	-20,2	10,8	0,3
Construcción	4,09	17,7	-14,9	-6,7	-20,2	15,8	-1,3
Tecnología y telecomunicaciones	23,61	22,8	-12,8	-9,9	-13,9	19,2	-5,8
Telefónica	21,97	23,2	-13,1	-10,1	-13,9	20,2	-6,6
Bienes de consumo	6,43	26,3	17,0	7,3	-5,9	18,5	-2,2
Inditex	4,12	38,5	29,1	12,5	-3,3	23,5	-3,8
Servicios de consumo	3,27	32,3	-0,1	0,6	-17,1	16,8	2,6

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

1 Valores cuyo peso en el IGBM supera el 3% en términos de capitalización.

2 Peso relativo (%) en el IGBM a julio de 2010.

3 Variación sobre el trimestre anterior.

3 La caída agregada del sector es inferior (32%) a la de los dos subsectores contemplados porque existen otros subsectores de peso reducido que se han comportado relativamente mejor que los primeros (seguros, cartera y holding y servicios de inversión).

Valores con mayor impacto en la variación del IGBM¹

CUADRO 16

Valor	Sector	dic-2010 ²	
		% trim.	% s/dic-09
Con impacto negativo			
Banco Santander	Servicios financieros e inmobiliarios	-3,48	-7,69
BBVA	Servicios financieros e inmobiliarios	-2,33	-4,32
Telefónica	Tecnología y telecomunicaciones	-1,45	-2,88
Banco Popular	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,31	-0,43
Banco Sabadell	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,25	-0,28
Inditex	Bienes de consumo	-0,16	1,20
Con impacto positivo			
Repsol YPF	Petróleo y energía	0,44	0,49
Iberdrola	Servicios de consumo	0,30	-0,46

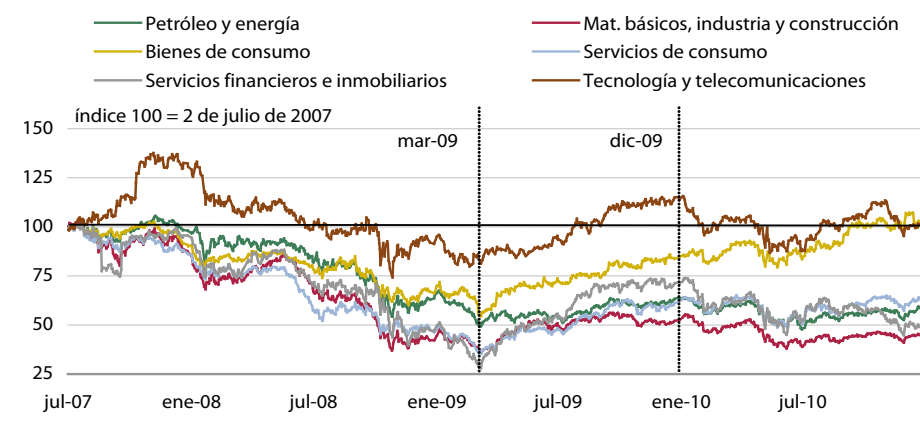
Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

- 1 Se recogen los valores que mayor impacto (igual o superior a 0,15 p.p. en valor absoluto) tuvieron en la variación trimestral del IGBM.
- 2 Datos hasta el 30 de diciembre.

En la fecha de cierre del informe, la cotización de dos sectores del IGBM, tecnología y telecomunicaciones y bienes de consumo, se situaba ligeramente por encima de los niveles que mostraban al inicio de la crisis *subprime* en el verano de 2007 (véase gráfico 20), frente a la atonía del resto. Destaca, en este sentido, la notable recuperación del sector de bienes de consumo desde los mínimos de marzo de 2009, superando incluso el avance del sector de la tecnología y las telecomunicaciones, y el descenso desde principios de 2010 del sector de servicios financieros e inmobiliarios, que ha sufrido con mayor intensidad el incremento en la incertidumbre de los mercados financieros desde principios de noviembre. Con todo, el sector correspondiente a materiales básicos, industria y construcción es el que registra la mayor caída desde el inicio de la crisis (-55%), seguido de los servicios financieros e inmobiliarios (-51%), petróleo y energía (-42%) y servicios de consumo (-37%). Por su parte, los sectores de bienes de consumo y tecnología y telecomunicaciones permanecen en los mismos niveles respecto a julio de 2007.

Evolución de los índices de los sectores del IGBM¹

GRÁFICO 20



Fuente: Bolsa de Madrid.

- 1 Datos hasta el 30 de diciembre.

Tras la evolución positiva experimentada por dos terceras partes de las empresas del IGBM en el tercer trimestre de 2010, la mayoría de éstas ha vuelto a experimentar

pérdidas en la parte final del año. Así, el porcentaje de entidades que han registrado descensos en su cotización ha aumentado desde el 34% del total en el tercer trimestre del año hasta el 60% en el cuarto trimestre. Al mismo tiempo, se observa una proporción mucho menor de compañías con una tasa de variación de su cotización superior al 10%, concretamente un 14% del total frente al 39% en el tercer trimestre (véase cuadro 17).

Distribución de las empresas del IGBM según su rentabilidad trimestral CUADRO 17
% s/ total empresas del IGBM

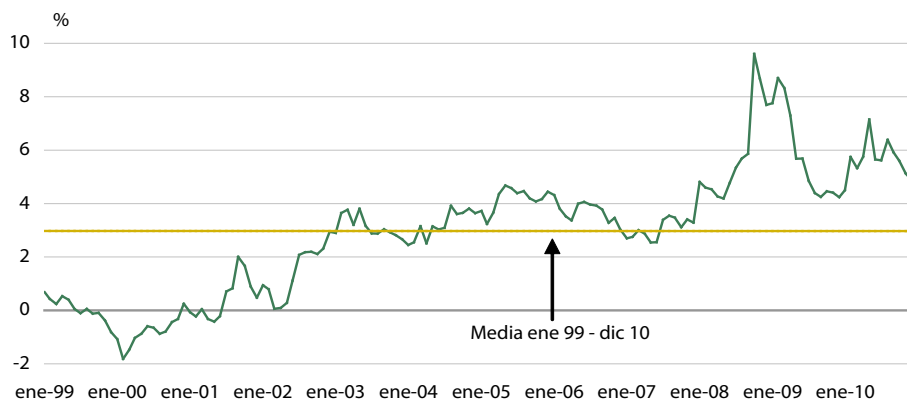
	IV-09	I-10	II-10	III-10	IV-10
≥ 25%	0,0	2,5	1,7	6,7	1,7
Del 10% hasta el 25%	5,7	15,1	1,7	32,8	12,6
Del 0% hasta el 10%	14,8	27,7	6,7	26,1	25,2
≤ 0%	79,5	54,6	89,9	34,5	60,5
Pro-memoria: nº total de empresas					
	122	119	119	119	119

Fuente: Thomson Datastream.

A nivel agregado, a lo largo de 2010, la ratio PER del Ibex 35 continuó la tendencia negativa iniciada en el último trimestre de 2009, a excepción del leve ascenso del tercer trimestre de 2010, hasta situarse en el 9,7% en diciembre. Como se observa en el cuadro 8, el descenso del PER del índice español en el conjunto del año, del 21%, ha sido ligeramente superior al mostrado por los diferentes índices europeos (la caída del PER del Euro Stoxx 50 fue del 18%) e inferior al registrado por el índice japonés Topix (del 32%). De este modo, el PER de la bolsa española continúa en el rango inferior de los PER de los mercados bursátiles de las economías desarrolladas.

El *earning yield gap*, que trata de aproximar el diferencial entre la prima de riesgo de la deuda pública a largo plazo y la de los activos de renta variable, descendió con cierta intensidad desde agosto hasta niveles del 4,9%, debido al intenso repunte de los tipos de la deuda pública a largo plazo, especialmente en los dos últimos meses del año. Esta evolución difiere de la fuerte subida experimentada por este indicador durante la primera parte del año (desde niveles algo superiores al 4% a finales de 2009 hasta el 7,2% a finales de mayo) como resultado del intenso descenso en el PER en ese periodo, que compensó el aumento, menos acusado entonces, de los tipos a largo plazo. Con todo, los niveles registrados en diciembre⁴ por este indicador (véase gráfico 21) se sitúan ampliamente por encima de la media histórica registrada desde enero de 1999 (3%).

4 A 31 de diciembre.



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Diferencia entre la rentabilidad bursátil, medida como la inversa del PER, y la rentabilidad del bono a diez años. Datos mensuales hasta el 30 de diciembre de 2010.

3.2.2 Actividad: contratación y liquidez

La contratación en el mercado bursátil español en el conjunto de 2010 experimentó un fuerte repunte, del 17% respecto a 2009, tras los importantes retrocesos registrados en los dos años anteriores, del 29% y el 25%, respectivamente (véase cuadro 18). Según datos de contratación media diaria, el volumen de contratación del cuarto trimestre de 2010 ascendió a 4.596 millones de euros, un importe muy superior al volumen medio del resto de trimestres del año, de 3.880 millones, y del último trimestre de 2009, cuando se alcanzó un volumen de 4.112 millones⁵.

Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 18

Importes en millones de euros

	2007	2008	2009	2010	I-10	II-10	III-10	IV-10
Total bolsas	1.667.219	1.243.387	886.135	1.037.282	229.120	298.811	215.183	294.168
Mercado continuo	1.658.019	1.235.330	880.544	1.032.447	227.866	297.495	214.267	292.819
Corros	1.154	207	73	165	17	13	54	82
de los que SICAV ¹	362	25	20	8	3	4	1	0
MAB ²	6.985	7.060	5.080	4.145	1.089	1.141	768	1.147
Segundo mercado	193	32	3	3	0	1	1	1
Latibex	868	758	435	521	147	162	93	119
Pro-memoria: contratación de no residentes (% s/ total bolsas)								
	61,6	65,5	64,2	nd	64,8	nd	nd	nd

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Sociedades de inversión de carácter financiero.

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

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

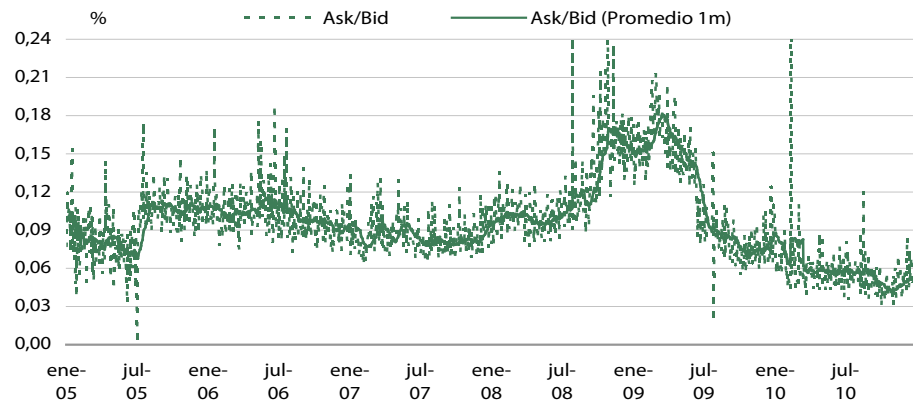
Finalmente, las condiciones de liquidez del mercado de renta variable español mejoraron ligeramente en la segunda parte del año, si bien se observó un ligero deterioro desde principios de noviembre. Así, el promedio del *spread bid-ask* del Ibex 35, que había descendido desde valores algo inferiores al 0,06% en junio hasta niveles cer-

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

canos al 0,04% en octubre, se incrementó levemente desde entonces hasta valores ligeramente superiores al 0,05% a finales del año (véase el gráfico 22). Aún así, estos niveles son sensiblemente inferiores a la media histórica de los últimos años.

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

GRÁFICO 22



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Datos hasta el 30 de diciembre.

II Informes y análisis

Evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en el primer semestre de 2010

Marta Ortega Arranz y José María Fernández Ortega (*)

* Marta Ortega y José María Fernández pertenecen al Departamento de Informes Financieros y Corporativos de la CNMV.

1 Introducción

El objetivo de este artículo es analizar las principales magnitudes de la información financiera periódica¹ que los emisores han comunicado a la CNMV referida al primer semestre de 2010.

La información agregada analizada se refiere a los resultados, la posición financiera, los flujos de efectivo, el número de empleados y los dividendos distribuidos. Las entidades analizadas, que ascienden a 182, pertenecen a los siguientes sectores: energía (once entidades); comercio y servicios (46 entidades); construcción e inmobiliario (33 entidades); industria (51 entidades); bancos (diez entidades); cajas de ahorro (29 entidades); y entidades aseguradoras (dos entidades).

El análisis tiene en cuenta las siguientes consideraciones:

- Los datos analizados se obtienen de los informes financieros periódicos², consolidados o individuales, remitidos a la CNMV por los emisores de acciones e instrumentos de deuda³ cotizados en un mercado regulado español, cuando España sea Estado Miembro de origen.
- Las cifras agregadas excluyen a los emisores que son dependientes de otro grupo cotizado. Sin embargo, cuando esos emisores desarrollan su actividad en un sector distinto al de su sociedad dominante, sus magnitudes financieras se integran en las de su sector.
- Los datos correspondientes a periodos distintos al primer semestre de 2010 se han calculado para la muestra representativa de las entidades cotizadas en el periodo de referencia.

En la sección 2 de este artículo se analiza la evolución, desde el año 2005, del importe neto de la cifra de negocios; en las secciones 3 y 4, el comportamiento de los resultados y la rentabilidad del patrimonio y de las inversiones, respectivamente; la sección 5 se refiere al endeudamiento de las entidades no financieras; las secciones 6, 7 y 8 recogen, respectivamente, la evolución de los flujos de efectivo, la plantilla y los dividendos distribuidos. Finalmente, la sección 9 resume las principales conclusiones.

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

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

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

2 Importe neto de la cifra de negocios

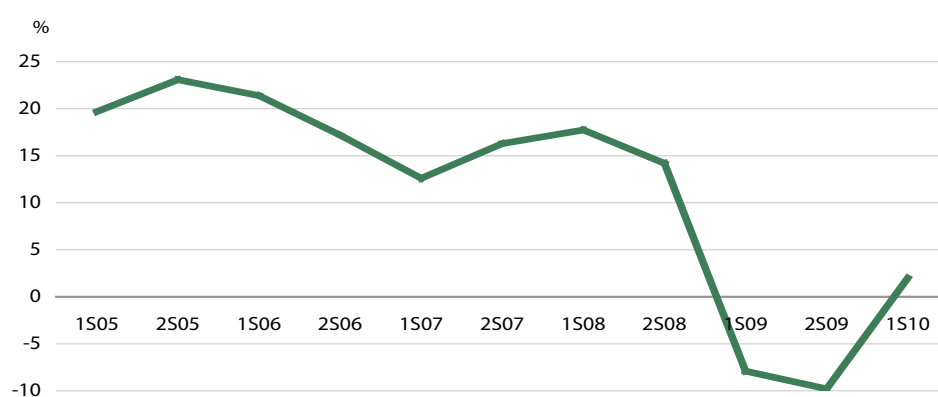
En el gráfico 1 se muestran las tasas de variación interanuales del importe neto de la cifra de negocios⁴ para el periodo comprendido entre el primer semestre de 2005 y el primer semestre de 2010.

La tasa de variación interanual del primer semestre de 2010 es positiva (2%), a diferencia del 2009, volviendo a la tendencia de crecimiento de años anteriores.

Las entidades aseguradoras y todos los sectores no financieros, exceptuando el sector de la construcción e inmobiliario (-5,2%), registran tasas de variación positivas (véase el gráfico 2). Sin embargo, los intereses y rendimientos asimilados de las entidades de crédito han experimentado una caída del 21,4%. El impacto es mayor en las cajas de ahorro (-34,6%) que en los bancos (-15,3%).

Tasas de variación del importe neto de la cifra de negocios

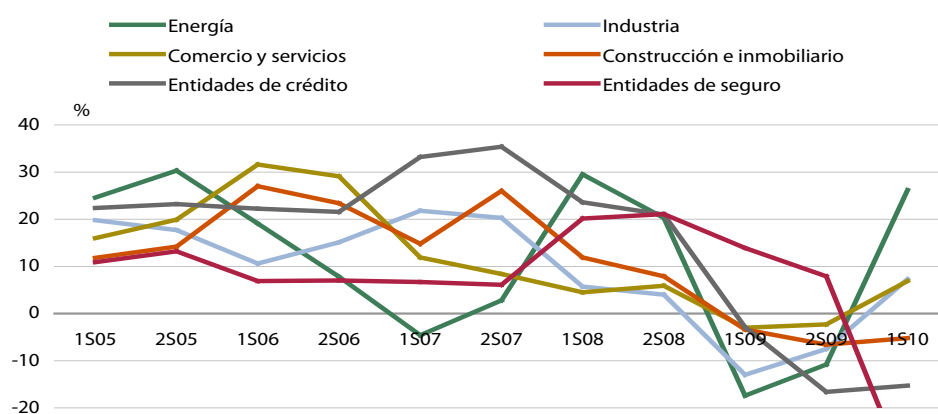
GRÁFICO 1



Fuente: CNMV, elaboración propia.

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

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV, elaboración propia.

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

Por sectores, las observaciones más destacadas son las siguientes:

- **Energía.** El importe neto de la cifra de negocios se ha incrementado en un 26,2 % con respecto al mismo periodo del año anterior, debido fundamentalmente: (i) al aumento del precio medio del crudo –se ha producido una subida del 50% en el precio medio del barril *brent* frente a la disminución del 52,5% del primer semestre de 2009–; (ii) al registro como ingresos de las ventas a comercializadoras de último recurso desde el 1 de julio de 2009 –con anterioridad se compensaban los costes con los ingresos⁵–; y (iii) a los efectos contables de combinaciones de negocios en el sector⁶.
- **Industria.** En el primer semestre de 2010 se ha registrado una tasa positiva de crecimiento interanual del 7,3%, que recoge el efecto neto del comportamiento dispar de las distintas actividades de las empresas de este sector. La cifra de negocios agregada se ha visto afectada positivamente por la estrategia de expansión internacional de algunas entidades, mientras que el posible cambio regulatorio sobre energías renovables ha afectado, en gran medida, a la evolución negativa de las ventas de una de las sociedades de la muestra.
- **Comercio y servicios.** En este sector, el importe neto de la cifra de negocios agregado ha experimentado un incremento del 6,9%, siendo desigual el comportamiento de las distintas empresas que componen la muestra. La tasa de variación interanual se ve influida, fundamentalmente, por una entidad que representa el 55% de los ingresos totales del sector, y cuya evolución se ha visto afectada de manera positiva por la senda seguida por los tipos de cambio y por el aumento de actividad en Latinoamérica.
- **Construcción e inmobiliario.** El fuerte impacto de la crisis económica sobre el sector de la construcción e inmobiliario en España aún no ha permitido su reactivación, siendo la única rúbrica dentro del sector no financiero que ve reducida su cifra de negocios (-5,2%) en el primer semestre de 2010. Esta disminución procede de la caída del 13,9% de las empresas inmobiliarias, atenuándose la tendencia negativa de los últimos periodos, y de la disminución del 4,6% en el sector de la construcción.
- **Entidades de crédito.** Durante el primer semestre del ejercicio 2010 el volumen agregado de ingresos por intereses y rendimientos asimilados registrado por el conjunto de las entidades de crédito ha disminuido un 21,4% con respecto al mismo periodo del año anterior. La caída del negocio bancario y el deterioro de las rentabilidades de los activos obtenidas por las entidades de crédito vienen motivados por la crisis económica y por el descenso de los tipos de interés, que han alcanzado en este periodo mínimos históricos⁷.
- **Empresas aseguradoras.** El importe de las primas imputadas al ejercicio, netas de reaseguro, ha experimentado, a pesar del difícil entorno económico y de la caída del negocio del seguro de crédito, un crecimiento interanual del 6,5%, impulsado por el desarrollo sostenido del negocio internacional y el reaseguro,

5 La publicación del Real Decreto 485/2009 ha motivado el cambio en el registro de las ventas a los consumidores finales, afectando a todas las entidades del sector, aunque en diferente grado.

6 Los datos correspondientes al primer semestre de 2009 de una de las sociedades de la muestra y que figuran como comparativos incorporan dos meses de los resultados de la sociedad adquirida.

7 El Euríbor a un año cayó hasta el 1,24% en junio de 2010, frente al 2,62% de enero 2009 y el 5,38% de septiembre de 2008.

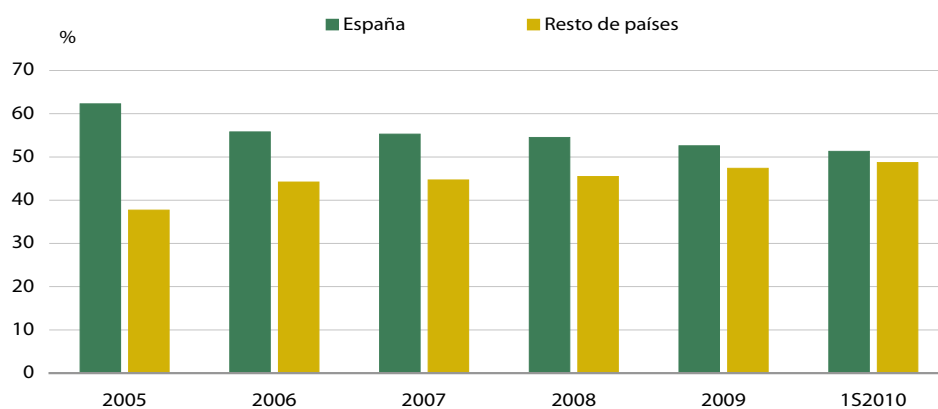
complementado por un aumento del volumen de negocio en España, gracias al repunte del seguro de vida y a la recuperación de las ventas de seguros de automóviles en una de las sociedades de la muestra.

En el gráfico 3 se muestra la distribución geográfica de la cifra de negocios de las entidades no financieras desde 2005 hasta el primer semestre de 2010.

El porcentaje de la cifra de negocios procedente de los ingresos en el extranjero se ha incrementado en el primer semestre de 2010 en 1,3 puntos porcentuales respecto al cierre del ejercicio 2009, situándose en un 48,7%. Como puede observarse, el peso relativo de las ventas generadas en el extranjero se ha ido prácticamente equiparando a la cifra de negocios generada en territorio nacional, debido en gran medida a las operaciones corporativas realizadas por las sociedades cotizadas españolas en el periodo 2004-2006, y al desarrollo de empresas o negocios de nueva planta en los mercados exteriores.

Distribución geográfica del importe neto de la cifra de negocios

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV, elaboración propia.

En el cuadro 1 se recoge la distribución geográfica del importe neto la cifra de negocios para las distintas ramas de actividad de las entidades no financieras. Como se aprecia en ese cuadro, la actividad exterior continuó ganando peso durante el primer semestre de 2010 en todos los negocios. Las variaciones más significativas se produjeron en los sectores industrial y de la construcción, que parecen haber optado por una mayor internacionalización de su actividad ante la disminución de ingresos a nivel nacional.

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

CUADRO 1

	2005	2006	2007	2008	2009	1S2010
Energía	32,7	37,8	41,8	42,5	43,3	44,4
Industria	56,2	59,8	55,2	59,3	62,6	65,2
Comercio y servicios	44,1	54,8	52,3	50,1	51,1	51,9
Construcción e inmobiliario	23,1	28,9	33,2	36,2	38,4	41,0
Subtotal no financiero	37,7	44,2	44,7	45,5	47,4	48,7

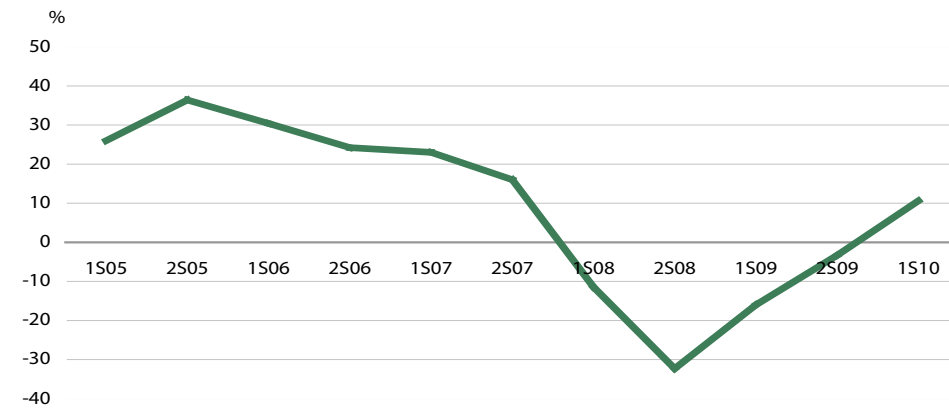
Fuente: CNMV, elaboración propia.

3 Resultados

El gráfico 4 muestra las tasas de variación interanuales de los resultados antes de impuestos agregados de las empresas cotizadas para las actividades continuadas⁸ desde el primer semestre del año 2005. Como puede apreciarse en este gráfico, en el primer semestre de 2010 la serie vuelve a valores positivos, después de cuatro semestres en los que la variación de los resultados antes de impuestos presentó crecimientos negativos.

Tasas de variación interanual de los resultados antes de impuestos

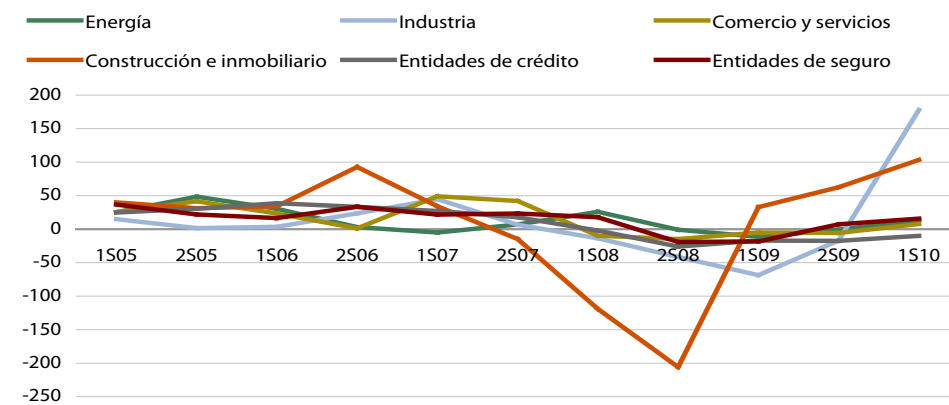
GRÁFICO 4



Fuente: CNMV, elaboración propia.

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

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV, elaboración propia.

En el gráfico 5 se recoge la evolución de esta magnitud para los distintos sectores. Este gráfico muestra que durante el primer semestre de 2010 se ha producido un importante cambio en la tendencia del sector industrial, que registra una tasa de variación positiva en sus resultados tras cuatro semestres en tasas negativas. Tras un esfuerzo por parte de las empresas en reducir los niveles de sus inventarios y ajustar

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

el volumen de producción a las nuevas características del mercado, en el primer semestre de 2010 comenzó a percibirse una mejora en los márgenes de ventas.

En cuanto a las empresas constructoras e inmobiliarias, se mantiene la evolución favorable iniciada en 2009, alcanzando un resultado antes de impuestos positivo durante el primer semestre de 2010. Sin embargo, esta mejora no debe interpretarse como una reactivación del mercado inmobiliario, –de hecho, el importe neto de la cifra de negocios de este subsector experimenta una reducción del 14,3% respecto al primer semestre de 2009– sino como la consecuencia de los importantes ajustes de costes, deterioros de activos y pérdidas por enajenaciones registrados durante 2008 y 2009, que en este primer semestre se han producido en menor medida.

En el cuadro 2 se muestran los principales márgenes de la cuenta de resultados, correspondientes al cierre del primer semestre de 2010 y al mismo periodo del ejercicio anterior.

EBITDA¹, resultado de explotación y resultado del ejercicio

CUADRO 2

Millones de euros	EBITDA			Resultado de explotación			Resultado del ejercicio		
	1S2009	1S2010	Var. (%)	1S2009	1S2010	Var. (%)	1S2009	1S2010	Var. (%)
Energía	14.745	16.827	14,1	9.954	11.224	12,8	6.663	7.083	6,3
Industria	2.169	3.322	53,2	1.080	2.164	100,4	452	1.371	203,3
Comercio y servicios	14.727	15.177	3,1	8.788	9.127	3,9	5.539	6.193	11,8
Construcción e inmobiliario	1.986	3.580	80,3	552	1.960	255,1	1.454	7	-99,5
Entidades de crédito	-	-	-	15.339	13.837	-9,8	12.104	10.852	-10,3
Entidades de seguros	-	-	-	-	-	-	579	682	17,8
Total ²	33.467 ³	38.799 ³	15,9 ³	35.641 ⁴	38.281 ⁴	7,4 ⁴	25.891	24.962	-3,6

Fuente: Elaboración propia.

- 1 EBITDA = Resultado de explotación + Amortización del inmovilizado
- 2 Para los grupos, el total sólo incluye los datos consolidados presentados por la sociedad dominante, excluyéndose cualquier otra empresa cotizada del grupo. El total difiere de la suma de los valores reflejados para cada sector debido a los ajustes realizados.
- 3 Excluidas las entidades de crédito y de seguros.
- 4 Excluidas las entidades de seguros.

En este periodo, las magnitudes analizadas –EBITDA y resultado de explotación– de todos los sectores, excepto el de entidades de crédito, han evolucionado favorablemente. Sin embargo, a pesar de los incrementos de dos dígitos obtenidos en las magnitudes anteriores, la variación del resultado neto del ejercicio es negativa (-3,6%), debido a la caída de los resultados de las entidades de crédito y a los beneficios no recurrentes por importe de 3.033 millones de euros, que se produjeron en el primer semestre del ejercicio 2009 y que correspondieron a enajenaciones de participaciones por parte de diversas sociedades constructoras, que fueron registrados como operaciones interrumpidas⁹.

Un total de 44 entidades (un 24,9% del total) han obtenido pérdidas netas en el primer semestre de 2010 por un importe agregado de 1.442 millones de euros. En el mismo periodo del ejercicio anterior, habían obtenido pérdidas 57 entidades (un 30,3% del total), por un total de 3.248 millones de euros.

⁹ En la cuenta de resultados entre el “resultado antes de impuestos” y el “resultado del ejercicio” están los impuestos y el resultado de las operaciones interrumpidas (neto de impuestos).

Por sectores, los hechos más destacados son los siguientes:

- **Energía.** Los resultados del sector aumentan por la subida del precio de las materias primas, la recuperación de la demanda energética y por el efecto estadístico derivado de la consolidación de dos entidades de la muestra.
- **Industria.** En el primer semestre de 2010, se observa una mejora notable en los márgenes de las compañías, debido a la finalización de los procesos de reestructuración llevados a cabo en ejercicios anteriores, que han permitido adaptar su estructura de costes fijos a las nuevas condiciones de la demanda. Así, el EBITDA, el resultado de explotación y el resultado del ejercicio agregados de este sector aumentan en el primer semestre de 2010 un 53,2%, un 100,4% y un 203,3%, respectivamente, mientras que el incremento de la cifra de negocios se sitúa, tan sólo, en un 7,3%. En este sector, cabe destacar la buena marcha de las empresas papeleras, que gracias a la subida del precio de la celulosa y al aumento de la demanda, han mejorado sus resultados significativamente con respecto al mismo periodo del ejercicio anterior.
- **Comercio y servicios.** En este periodo se observa una mejora generalizada en los márgenes de las sociedades que componen este sector, con excepción de las concesionarias de autopistas, que empeoran su resultado neto por la disminución del tráfico. Los márgenes agregados, como ya se ha comentado anteriormente, se ven influidos significativamente por la evolución de una entidad que representa el 62,1% del resultado total del sector, y cuyo resultado se han incrementado en un 9,4%, principalmente por la evolución de los tipos de cambio y las variaciones en la tasa de inflación en Venezuela.
- **Construcción e inmobiliario.** Este sector en su conjunto mejora sus márgenes intermedios –EBITDA y resultado de explotación– en un 80,3% y un 255,1%, respectivamente. Sin embargo, el resultado del ejercicio disminuye en un 99,5% –siete millones de euros frente a unos beneficios de 1.454 millones en el ejercicio anterior–, debido a que en 2009 se realizaron importantes enajenaciones de activos, que generaron un resultado por operaciones interrumpidas de 3.033 millones de euros.

Las empresas constructoras obtienen un EBITDA y un resultado de explotación positivos, con unas tasas de crecimiento del 27,8% y el 40,5%, respectivamente, invirtiendo la tendencia del ejercicio 2009, cuando sufrieron reducciones significativas de estos márgenes, llegando a obtener pérdidas antes de impuestos de 277 millones de euros, frente a los 604 millones de euros de beneficio obtenidos a 30 de junio de 2010.

Los márgenes en el sector inmobiliario continúan siendo negativos, aunque el fuerte ajuste del subsector en ejercicios anteriores hace que el EBITDA¹⁰, el resultado de explotación y el resultado del ejercicio mejoren significativamente respecto al mismo periodo del ejercicio anterior.

- **Entidades de crédito.** La evolución negativa del volumen de negocio y el incremento en la competencia por la captación de pasivo no habían impactado de forma significativa en el margen de intereses hasta el primer semestre de 2010.

10 El EBITDA, el resultado de explotación y el resultado del ejercicio del subsector inmobiliario, en el primer semestre de 2010, ascienden a -203, -244 y -566 millones de euros, respectivamente, frente a -974, -1.017 y -1.452 millones de euros en el primer semestre de 2009.

Frente a los incrementos del 33% y el 10% en el margen de intereses experimentados en el ejercicio 2009 (en bancos y cajas respectivamente) a 30 de junio de 2010 el aumento alcanzado por los bancos asciende al 6,3%. Sin embargo, las cajas han sufrido en mayor medida los efectos anteriores, que, unidos al incremento de las primas de riesgo pagadas, reducen su margen de intereses un 23,6% respecto al primer semestre de 2009.

El significativo aumento de las provisiones por deterioro dotadas en periodos anteriores, con motivo de la morosidad que afecta al sector bancario, se ha visto moderado en el primer semestre de 2010 con un aumento del 10% en el caso de los bancos, y una caída del 7,6% en el de las cajas, hasta absorber el 26% y el 34% del margen bruto, respectivamente.

Si bien en periodos anteriores el conjunto de entidades de crédito compensó parcialmente los efectos sobre sus resultados del reducido incremento de su actividad y del aumento de la morosidad mediante políticas de contención de costes, en el primer semestre de 2010 los gastos de explotación aumentaron un 7% y un 2% en bancos y cajas, respectivamente. En el caso de los bancos el aumento es superior al crecimiento del margen bruto, mientras que en las cajas este margen disminuyó un 12%. Esto ha supuesto un empeoramiento de sus ratios de eficiencia¹¹, que al cierre del primer semestre de 2010 se sitúan en el 37,2% y el 44,2%, respectivamente, frente al 36,7% y el 38,2% alcanzados en el mismo periodo del ejercicio anterior.

- **Entidades aseguradoras.** El resultado neto del periodo se ha incrementado en un 17,8% debido, fundamentalmente, a la evolución positiva de los resultados del negocio del seguro de crédito, consecuencia de políticas de selección de cartera –que reducen la siniestralidad– retarificación, inclusión de franquicias y gestión del gasto.

4 Rentabilidad del capital y de las inversiones

En el gráfico 6 se muestra la evolución del ROE (rentabilidad sobre el patrimonio) y el ROI (rentabilidad sobre las inversiones)¹² desde el ejercicio 2005. Tal y como se observa, el primer semestre de 2010 muestra un ligero avance en el ROE respecto al cierre del ejercicio 2009, debido al mejor comportamiento de la proyección anual de los resultados del periodo en relación con el cierre del ejercicio anterior.

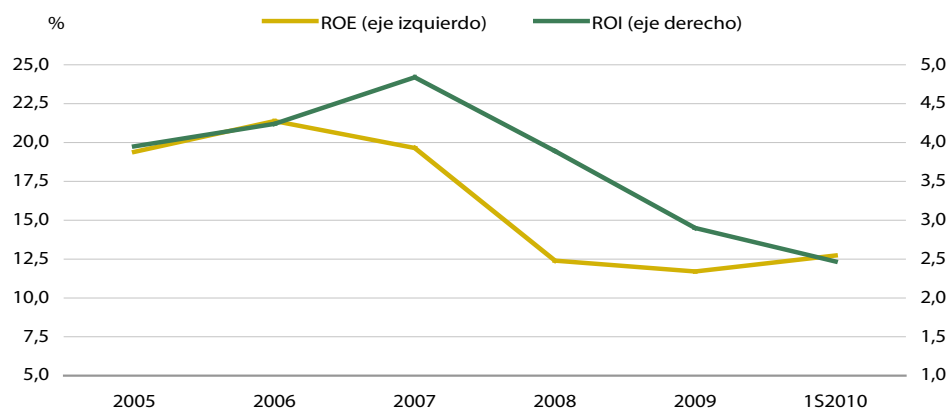
La inversión neta media del conjunto de entidades cotizadas en el primer semestre de 2010 ha sido superior a la registrada durante el ejercicio 2009, lo que explica la disminución del ROI en este periodo.

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

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

ROE y ROI

GRÁFICO 6



Fuente: CNMV, elaboración propia.

Los cuadros 3 y 4 muestran la evolución de ROE y ROI para los distintos sectores. Las empresas del sector constructor e inmobiliario registran un empeoramiento significativo del ROE y del ROI en este periodo, debido al efecto, ya comentado, de la enajenación de activos en 2009.

El resto de los sectores no financieros presentan una mejora en las rentabilidades por patrimonio y por inversiones respecto al ejercicio anterior, si bien son inferiores a las rentabilidades obtenidas de 2005 a 2007.

Respecto a las entidades de crédito y seguro, la incorporación de entidades de crédito emisoras de valores de renta fija, en su mayoría cajas de ahorro, que no tenían obligación de remitir información periódica en el ejercicio 2007 y anteriores, acentuó el descenso del ROE al cierre del ejercicio 2008. En este periodo, la mejoría en el ROE respecto al cierre del ejercicio 2009 se debe al mejor comportamiento de la proyección anual de los resultados en relación con el cierre del ejercicio anterior, mientras que la reducción del ROI está motivada por una menor inversión neta media en el primer semestre de 2010.

ROE

CUADRO 3

%	2005	2006	2007	2008	2009	1S2010
Energía	20,6	18,6	15,9	19,5	13,2	14,9
Industria	16,0	20,6	17,7	10,6	6,3	11,9
Comercio y servicios	25,4	27,6	32,4	20,1	19,3	20,5
Construcción e inmobiliario	19,4	29,8	18,3	-17,6	3,7	0,1
Entidades de crédito y seguro	17,2	19,1	19,1	13,0	10,4	11,3
TOTAL	19,4	21,4	19,7	12,4	11,7	12,7

Fuente: CNMV, elaboración propia.

ROI

CUADRO 4

%	2005	2006	2007	2008	2009	1S2010
Energía	10,2	9,6	9,1	10,5	7,2	8,4
Industria	9,0	11,6	11,5	7,7	4,9	7,7
Comercio y servicios	10,5	10,8	12,1	8,3	7,7	8,4
Construcción e inmobiliario	8,3	10,1	7,8	0,4	3,2	1,5
Entidades de crédito y seguro	2,8	3,0	3,8	3,8	2,5	1,9
TOTAL	4,0	4,2	4,8	3,9	2,9	2,5

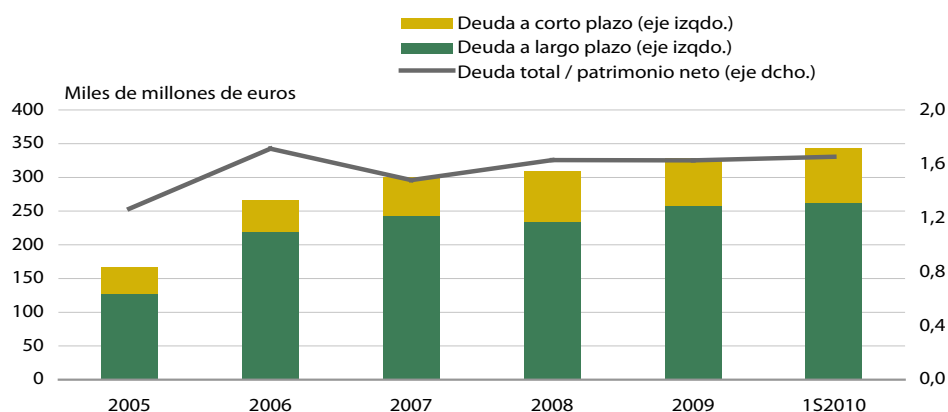
Fuente: CNMV, elaboración propia.

5 Endeudamiento

En el gráfico 7 se muestra la evolución del endeudamiento financiero bruto¹³, en millones de euros, de las entidades de la muestra, excluidas las entidades de crédito y aseguradoras.

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

GRÁFICO 7



Fuente: CNMV, elaboración propia.

Al cierre del primer semestre de 2010, el endeudamiento financiero bruto ascendió a 343.436 millones de euros, un 4,7% superior al volumen registrado a finales de 2009. Este incremento –15.478 millones de euros– se debe, en gran medida, a dos sociedades de la muestra pertenecientes a los sectores de la construcción e inmobiliario y de comercio y servicios, que se han visto afectadas significativamente por el impacto negativo del retroceso del euro frente a otras monedas –libra esterlina, dólar americano y dólar canadiense– en las que está denominada parte de su deuda.

El endeudamiento a corto plazo aumentó en 9.310 millones de euros (+13,1%), aún teniendo en cuenta que determinadas compañías, fundamentalmente constructoras e inmobiliarias, han cerrado en el semestre acuerdos de refinanciación de la deuda. Estos acuerdos de refinanciación siguen la tendencia marcada en años anteriores, provocando la venta de determinados activos, el alargamiento de los plazos de vencimiento de los pasivos y el incremento en los diferenciales exigidos en relación con los tipos de interés de referencia.

La ratio de apalancamiento agregada, que relaciona las deudas con el patrimonio neto, se ha situado en 1,65 veces los recursos de capital en el primer semestre de 2010, frente a 1,63 a cierre de 2009.

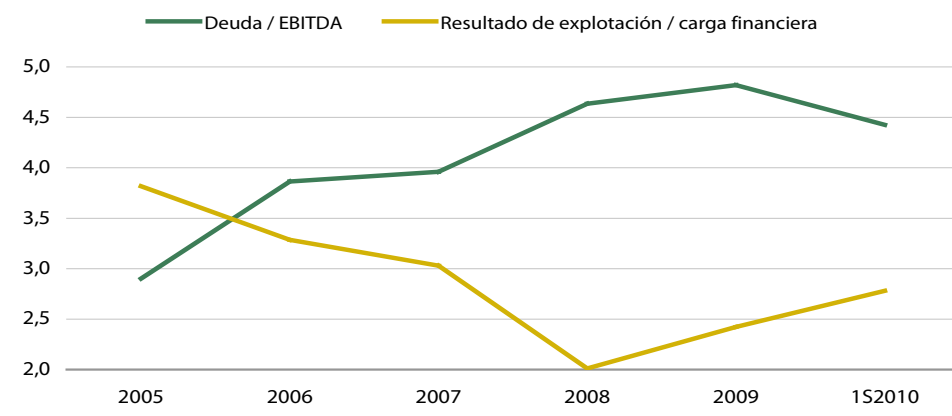
En el gráfico 8 se recoge la evolución de las ratios de cobertura del endeudamiento y la carga financiera, a través del EBITDA y del resultado de explotación. En el primer semestre de 2010, la ratio de deuda total/EBITDA, que mide el número de años necesarios para pagar la deuda asumida si se mantuviera constante el EBITDA, inicia un leve descenso, situándose en un valor de 4,43 frente al 4,82 registrado al cierre de 2009. Asimismo, la ratio de cobertura de los gastos financieros a través del EBIT

13 Endeudamiento financiero bruto = Deudas entidades de crédito + emisiones de obligaciones y valores negociables.

muestra una ligera mejoría situándose en 2,78 veces (2,42 al cierre de 2009), como consecuencia de la bajada de los tipos de interés y la mejora en los resultados de explotación. Los valores de ambos indicadores, a pesar de su mejoría, ponen de manifiesto las dificultades que continúan atravesando las empresas no financieras, en particular las inmobiliarias y constructoras, para atender el servicio de la deuda con los recursos generados de sus negocios ordinarios, estando aún lejos de los valores de los ejercicios 2005 y 2006.

Ratios de cobertura

GRÁFICO 8



Fuente: Elaboración propia.

Evolución del endeudamiento por ramas de actividad

CUADRO 5

		2005	2006	2007	2008	2009	1S 2010
Energía	Deuda	58.586	59.191	69.172	82.608	100.572	100.315
	Deuda / patrimonio	0,93	0,89	0,78	0,89	1,08	1,01
	Deuda / EBITDA	2,41	2,17	2,48	2,82	3,46	2,98
	Rtdo. explotación / carga financiera	4,02	4,65	4,10	3,67	3,38	3,60
Industria	Deuda	12.760	15.684	13.312	15.645	15.953	16.425
	Deuda / patrimonio	0,75	0,78	0,61	0,69	0,69	0,69
	Deuda / EBITDA	2,07	2,07	1,82	2,71	3,05	2,47
	Rtdo. explotación / carga financiera	6,50	5,71	5,93	3,41	3,15	4,82
Comercio y servicios	Deuda	55.710	91.522	96.941	112.322	108.579	118.615
	Deuda / patrimonio	1,70	2,52	1,70	2,14	1,78	1,98
	Deuda / EBITDA	2,68	3,58	3,01	3,58	3,70	3,91
	Rtdo. explotación / carga financiera	3,37	2,44	3,23	2,86	3,28	3,38
Construcción e Inmobiliario	Deuda	48.324	111.000	138.933	119.788	104.762	109.990
	Deuda / patrimonio	2,16	3,10	3,08	3,77	4,08	4,21
	Deuda / EBITDA	6,52	11,52	10,83	31,87	22,48	15,36
	Rtdo. explotación / carga financiera	2,79	2,04	1,17	0,01	0,31	0,76
Ajustes*		-7.942	-11.199	-17.391	-20.802	-1.908	-1.909
TOTAL	Deuda	167.438	266.198	300.967	309.561	327.958	343.436
	Deuda / patrimonio	1,27	1,71	1,48	1,63	1,63	1,65
	Deuda / EBITDA	2,90	3,86	3,96	4,63	4,82	4,43
	Rtdo. explotación / carga financiera	3,82	3,29	3,03	2,01	2,42	2,78

Fuente: CNMV, elaboración propia.

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

En el cuadro 5 se muestra la evolución del nivel de endeudamiento y las principales ratios relacionadas por ramas de actividad. En particular, destacan las empresas constructoras e inmobiliarias, cuya ratio de cobertura de la deuda y de la carga financiera se sitúan en 15,36 y 0,76, respectivamente.

En este contexto, es destacable la disminución de la ratio de cobertura (deuda/EBIT-DA) en el sector de la construcción e inmobiliario, como consecuencia de la mejora en los resultados de explotación de las entidades del sector.

La ratio de gastos financieros (resultado de explotación/carga financiera) ha mejorado en todos los sectores, debido a un mejor comportamiento del resultado de explotación y a los bajos tipos de interés.

En conclusión, el endeudamiento sigue creciendo en términos globales. No obstante, los indicadores durante el primer semestre de 2010 muestran una leve mejoría de la situación financiera de las empresas, aunque todas las ratios siguen estando muy alejadas de los valores observados antes del estallido de la crisis.

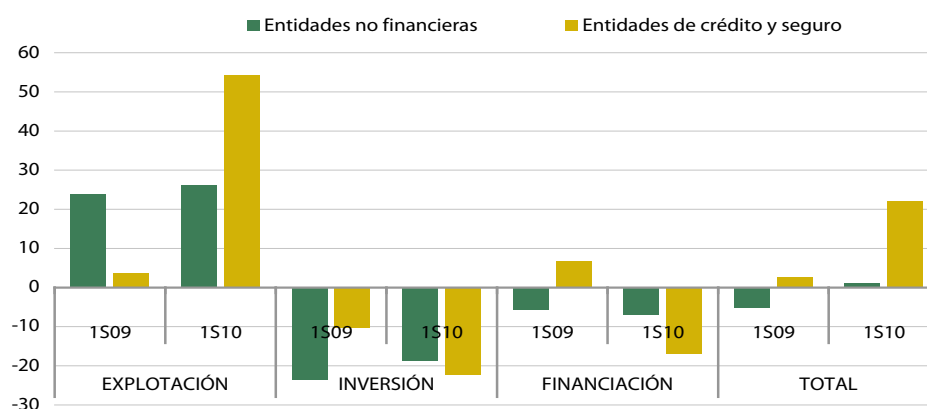
6 Flujos de efectivo

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

Flujos de efectivo generados

GRÁFICO 9

Miles de millones de euros



Fuente: CNMV, elaboración propia.

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

- **Entidades no financieras.** En términos agregados, los flujos de caja generados en las actividades de explotación –26.181 millones de euros– han sido superiores a las inversiones netas realizadas en el periodo –18.649 millones de euros–. Las entidades emisoras no han utilizado este diferencial para incrementar el

volumen de los dividendos pagados, que disminuyen en 6.327 millones de euros, ni para reducir el endeudamiento, produciéndose un aumento en el importe neto de efectivo y equivalentes de 1.203 millones de euros, frente a la disminución neta de 5.157 millones de euros del primer semestre de 2009.

En cuanto a las actividades de financiación, éstas muestran en términos netos una salida de flujos de 7.047 millones de euros, un 24,7% superior a la del ejercicio anterior. En este apartado, destaca la reducción del importe de los dividendos pagados, debido al dividendo repartido por una sociedad de la muestra en 2009 tras la venta de activos, por un importe bruto de 6.243 millones de euros.

- **Entidades de crédito y aseguradoras.** Los planes anticrisis activados por los distintos gobiernos y por el Banco Central Europeo a partir del segundo semestre del ejercicio 2008 han permitido suavizar los problemas de liquidez del conjunto de entidades de crédito. En este sentido, es destacable, en el conjunto de entidades de crédito, y con relación al primer semestre del ejercicio 2009, el cambio de signo de los flujos de las actividades de financiación (recursos aplicados por importe de 17.023 millones de euros en el primer semestre de 2010, frente a recursos obtenidos por valor de 7.299 millones de euros en el primer semestre de 2009), debido a la amortización de pasivos subordinados y la adquisición de autocartera.

Asimismo, en los bancos se produce un cambio de signo en los flujos de las actividades de inversión, pasándose de flujos positivos de 537 millones de euros en el primer semestre de 2009 a flujos negativos de 8.900 millones en el primer semestre de 2010, aplicados sobre todo a la adquisición de cartera de inversión a vencimiento.

Si bien los bancos aumentaron en un 14% los excedentes de liquidez del primer semestre de 2009, las cajas de ahorro redujeron su liquidez al cierre del primer semestre de 2010 en un 16%, ya que los recursos obtenidos por las actividades de explotación de 13.122 millones de euros no compensaron los flujos netos aplicados a las actividades de inversión por importe de 14.268 millones de euros y los destinados a las actividades de financiación (4.401 millones).

Respecto a las entidades aseguradoras, destacan los recursos netos obtenidos por las actividades de inversión, por importe de 491 millones de euros. Los recursos aplicados a las actividades de explotación y financiación ascienden a 229 y 2 millones de euros, respectivamente. Las variaciones indicadas sitúan el importe agregado del efectivo y equivalentes al efectivo al cierre del primer semestre de 2010 un 4% por debajo al existente al inicio de dicho periodo.

7 Número de empleados

El cuadro 6 muestra la plantilla media y agregada para las seis ramas de actividad en los primeros semestres de 2010 y 2009, donde se observa un incremento interanual de la plantilla media del 1,1%.

Plantilla media por ramas de actividad

CUADRO 6

	1S2009	1S2010	Variación (%)
Energía	123.280	133.165	8,0
Industria	238.975	241.732	1,2
Comercio y servicios	573.488	594.550	3,7
Construcción e inmobiliario	422.424	417.836	-1,1
Entidades de crédito	445.797	435.713	-2,3
Entidades de seguros	41.067	40.922	-0,4
Ajustes*	-6.742	-6.044	-10,4
TOTAL	1.838.289	1.857.874	1,1

Fuente: CNMV, elaboración propia.

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

La plantilla media ha aumentado en todos los sectores no financieros, excepto en el constructor e inmobiliario. El incremento en el número de trabajadores se debe, principalmente, a las operaciones corporativas realizadas por las entidades de la muestra y al efecto contable de una combinación de negocios en el sector de la energía.

En las entidades de crédito, la plantilla media agregada registró, en el primer semestre del ejercicio 2010, una disminución del 2,3% con respecto al mismo periodo del año anterior. La disminución de la plantilla ha sido más acusada en los bancos, con un 2,5%, que en las cajas de ahorro, con un 1,6%. Debe tenerse en cuenta que, en el caso de las cajas, se espera realizar el grueso del ajuste de plantilla a lo largo del ejercicio 2010 junto con los diversos procesos de fusiones actualmente en curso.

La disminución del número de trabajadores en las entidades de crédito no ha implicado menores gastos de personal, que, por el contrario, aumentan un 3,7%. En consecuencia, el coste medio por empleado asciende a aproximadamente 51,7 miles euros en los bancos y 67,1 miles de euros en las cajas de ahorro.

A nivel agregado, el coste medio anualizado por empleado asciende a aproximadamente 38,7 miles de euros en el primer semestre del ejercicio 2010, frente a 36,8 miles en el mismo periodo del ejercicio anterior, debido a que el incremento de los gastos de personal (6,2%) es superior al aumento de la plantilla media (1,1%).

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

- Las sociedades no financieras de la muestra generan el 48,7% de su cifra en el extranjero. Por lo que se refiere a las entidades de crédito, el 46,7% de los intereses y rendimientos asimilados proceden del extranjero. Por tanto, los datos de plantilla media incluyen los efectivos disponibles en otros países.
- El aumento de la tasa de desempleo en España ha sido muy significativo en el sector de la construcción. Sin embargo, no ha afectado tanto al personal en nómina de las empresas cotizadas del sector, porque la mayor parte de sus actividades de construcción están subcontratadas.

8 Dividendos

Los dividendos distribuidos en el primer semestre de 2010 ascendieron a 9.517 millones de euros. En el cuadro 7 se muestran los dividendos repartidos en los primeros semestres de 2010 y 2009 por ramas de actividad.

Dividendos distribuidos por ramas de actividad

CUADRO 7

	1S2009	1S2010	Variación (%)
Energía	7.931	1.034	-87,0
Industria	846	603	-28,7
Comercio y servicios	3.291	3.936	19,6
Construcción e inmobiliario	547	508	-7,1
Entidades de crédito	4.270	3.616	-15,3
Entidades de seguros	268	271	1,1
Ajustes*	-220	-451	105,0
TOTAL	16.933	9.517	-43,8

Fuente: CNMV, elaboración propia.

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

En términos agregados se ha producido una disminución de la cifra total de dividendos repartidos por las entidades cotizadas del 43,8%. Esta fuerte caída en la cifra total de dividendos repartidos se debe, en gran medida, al dividendo de 6.243 millones de euros distribuido por una empresa del sector eléctrico en el primer semestre de 2009, procedente de la venta de activos, y al corte temporal de los dividendos de dos sociedades representativas de la muestra, que pagaron un dividendo a cuenta de los resultados de 2009 en diciembre de ese mismo ejercicio, cuando en años anteriores se pagaba en el primer semestre del ejercicio posterior. Por tanto, excluyendo estos efectos, la disminución del dividendo total en 2010 hubiera sido únicamente del 3,8%.

9 Conclusiones

A pesar de la evolución positiva de los resultados de explotación (+7,4%) y del importe neto de la cifra de negocios (+2%), el beneficio neto agregado del conjunto de las sociedades cotizadas se redujo un 3,6% en el primer semestre de 2010 respecto al mismo periodo del ejercicio anterior, debido al descenso de los resultados de las entidades de crédito y de las empresas constructoras.

En el ámbito de las sociedades no financieras, los beneficios netos aumentaron en todos los sectores salvo en el constructor e inmobiliario, si bien el descenso de los beneficios de este sector en comparación con el primer semestre de 2009 se debe, fundamentalmente, a las plusvalías por enajenación de activos realizadas en dicho periodo.

Los márgenes intermedios –EBITDA y resultado de explotación– de las empresas cotizadas no financieras mejoraron significativamente en todos los sectores, incluido el constructor e inmobiliario, debido a los ajustes de valor y a la maduración de los procesos de reestructuración llevados a cabo en ejercicios anteriores, lo que permitió

adaptar la estructura de costes fijos de las empresas a las nuevas condiciones de la demanda.

A pesar de los resultados globalmente positivos del sector corporativo no financiero, éste sigue mostrando una cierta vulnerabilidad derivada de su nivel de endeudamiento, que sigue creciendo para el conjunto del sector. Un total de 44 sociedades presentaron pérdidas durante el primer semestre de 2010, frente a 57 en el mismo periodo del ejercicio anterior. Trece de las sociedades en pérdidas pertenecen al sector inmobiliario.

En cuanto a las entidades de crédito, sus beneficios se han visto lastrados por las provisiones por morosidad, las pérdidas por deterioro de activos y el encarecimiento de los depósitos como consecuencia de un mayor nivel de competencia por la captación de este tipo de pasivo.

Los sistemas retributivos de los consejeros de las sociedades cotizadas: Nivel de transparencia, evolución y estructura de las remuneraciones

Sara Ruiz de la Vega y David Prieto Ruiz (*)

* Sara Ruiz de la Vega y David Prieto Ruiz pertenecen a la Dirección General de Mercados de la CNMV.

1 Introducción

A raíz de la reciente crisis financiera internacional, se ha producido un profundo debate sobre los sistemas retributivos de los consejeros y altos directivos de las sociedades cotizadas.

El presente artículo incluye un análisis cuantitativo y cualitativo de la situación en España y otros países de nuestro entorno, señalando las principales prácticas y tendencias.

El artículo se estructura en las siguientes secciones: la sección 2 aborda la evolución del marco normativo y las principales tendencias internacionales; la sección 3, la remuneración del Consejo y de la alta dirección en España, mediante un análisis de la evolución de los datos agregados y una descripción de los componentes de las retribuciones; la sección 4 describe los sistemas retributivos basados en acciones; en la sección 5 se estudia la evolución de la remuneración en relación con los resultados; la sección 6 examina las remuneraciones del Consejo por sectores de actividad; la sección 7 estudia el seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado relativas a las retribuciones; la sección 8 analiza el nivel de transparencia de los sistemas retributivos a través de los informes de retribuciones de una muestra de sociedades pertenecientes al Stoxx 50; y, por último, en la sección 9 se ofrecen las conclusiones.

2 Evolución del marco normativo y principales tendencias internacionales

A continuación se presentan las principales tendencias a nivel europeo en materia de retribuciones, la regulación estadounidense y, en especial, el papel de la SEC en el proceso de revisión de la información sobre sistemas retributivos, así como las novedades en el marco regulatorio español.

2.1 Aplicación de las recomendaciones de la Comisión Europea de 2009

En su Recomendación de 2009¹ sobre el sistema retributivo de los consejeros de las sociedades cotizadas (en adelante, la Recomendación) la Comisión Europea invitaba a los Estados Miembros a que adoptasen, antes del 31 de diciembre de dicho año, las medidas necesarias a fin de impulsar su aplicación.

1 Véase Comisión Europea (2009).

Desde el informe de seguimiento publicado por la Comisión Europea en 2007², la mitad de los Estados Miembros habían venido ya desarrollando medidas adicionales en relación con las remuneraciones de los consejeros.

En enero de 2010 se solicitó a los Estados Miembros una actualización y, en mayo de 2010, la Comisión Europea publicó un nuevo informe de seguimiento. Los aspectos más relevantes de la aplicación de la Recomendación se resumen a continuación:

(i) Situación general:

- La mayoría de los Estados que han adoptado la Recomendación, lo han hecho a través de sus códigos de gobierno corporativo. En un grupo de ocho Estados, están en curso propuestas legislativas y/o de revisión de códigos.
- Algunos Estados no consideran necesario introducir las medidas de la Recomendación. Dos Estados argumentan no haber detectado problemas significativos relacionados con las remuneraciones.
- En diez Estados ya se han adoptado al menos la mitad de las medidas recomendadas, y sólo una minoría ha implantado la totalidad del contenido de la Recomendación.
- Las medidas sobre retribuciones variables tienen un grado de implantación mucho mayor que las relativas al Comité de remuneraciones.
- La aplicación de las medidas sobre divulgación de información y voto de los accionistas ha aumentado de manera significativa en los últimos años. No obstante, en relación con el voto de los accionistas existen diferencias sobre su objeto y carácter (vinculante o no), así como sobre las posibles consecuencias de un voto consultivo desfavorable.
- Aunque se observa una tendencia creciente en la implantación de estas materias mediante disposiciones vinculantes (normas), existen importantes diferencias entre los Estados Miembros en cuanto a su alcance.

(ii) Estructura de la política de remuneración:

- La mayoría de los Estados Miembros recomiendan o exigen que la remuneración variable esté vinculada a criterios de rendimiento. Sin embargo, no siempre se exige de forma explícita que estos criterios sean predeterminados y medibles.
- Aproximadamente la mitad de los Estados recomiendan o exigen que las compañías establezcan límites a la remuneración variable.
- La recomendación para el aplazamiento de la remuneración variable ha sido adoptada por nueve Estados.
- Las cláusulas *clawback*³ han sido introducidas en nueve Estados. Esta medida ha sido objeto de legislación con una mayor frecuencia que otros aspectos de la Recomendación.

2 Véase Comisión Europea (2007).

3 De acuerdo con estas cláusulas, que según la Recomendación deben ser incorporadas en los acuerdos contractuales con los consejeros ejecutivos o directivos, las empresas podrán reclamar el reembolso de los componentes variables de la remuneración que se hayan abonado atendiendo a datos cuya

- En seis Estados se recomienda o exige que las indemnizaciones estén limitadas a un máximo de dos años de remuneración fija.

(iii) Remuneración basada en acciones:

- En diez Estados se recomienda o exige que las acciones no puedan enajenarse durante un periodo de al menos tres años desde su adjudicación, y que las opciones sobre acciones no puedan ejercitarse durante un periodo similar.
- La Comisión recomendó que la propiedad de las acciones y el derecho a ejercitar las opciones estuviesen sujetos a criterios de rendimiento predefinidos y medibles. En la práctica, esto significa que tras la adjudicación, las acciones sólo puedan mantenerse o los derechos de las opciones ejercitarse si se cumplen los criterios de rendimiento previamente fijados. Esta medida ha sido implantada en ocho Estados. Según la Comisión, su escasa aplicación estaría justificada por el hecho de que algunos Estados han interpretado la recomendación en otro sentido, entendiendo que es la propia adjudicación de las acciones o derechos la que debe estar sujeta a los criterios de rendimiento.
- Numerosos Estados recomiendan o exigen la publicación de determinada información. En la mayoría de los casos, lo hacen a través de una lista de elementos que deben ser incluidos en la información pública acerca de la política de remuneraciones. Sólo una minoría de Estados recomienda o exige, de manera explícita, que esta información sea clara y fácilmente comprensible.
- Una minoría de los Estados ha adoptado una recomendación para la promoción del voto de los accionistas. Desde el punto de vista de la Comisión, el simple hecho de que los accionistas tengan derecho a votar las políticas retributivas no implica una medida de promoción del voto de los accionistas.

(iv) Comité de remuneraciones:

- La mayoría de los Estados han introducido su creación, si bien con diferencias en sus tareas y funcionamiento.
- Tan solo seis Estados recomiendan o exigen que uno de los miembros del Comité de remuneraciones tenga experiencia en el ámbito de las políticas retributivas.
- En siete Estados se han establecido medidas para que los consultores externos no presten otros servicios a la sociedad. Como alternativa, otros Estados han optado por recomendar la publicación de información sobre otros servicios que el asesor preste a la compañía o la comprobación de la inexistencia de conflictos de interés.

2.2 Transparencia sobre sistemas retributivos en Estados Unidos

En Estados Unidos no se ha regulado un modelo único de difusión de toda la información sobre sistemas retributivos de los consejeros de las sociedades cotizadas. En concreto las sociedades presentan esta información a través de los siguientes informes públicos:

inexactitud quede demostrada posteriormente de forma manifiesta.

- *Schedule 14-A (annual proxy statement)*: declaración escrita que una sociedad debe poner a disposición de sus accionistas con anterioridad a la celebración de una junta. Entre otros, el objetivo es permitir que los accionistas se formen una opinión sobre los consejeros que la sociedad proponga para su elección (*nominated directors*), para lo cual deben proporcionar información sobre:
 - Empresas o sectores en los que han trabajado, cargos y funciones desempeñados, así como potenciales conflictos de interés.
 - Retribución de la que serán beneficiarios como consejeros.
 - Retribución como ejecutivos, incluyendo: salario, bonus anual, y cualquier otro tipo de remuneración (indemnizaciones por cese, planes de pensiones, etc.)
- *Form 10-K (audited annual report)*: proporciona información sobre el negocio de la compañía y sobre su situación financiera. Uno de sus capítulos se dedica en exclusiva a la remuneración de los ejecutivos y describe de forma detallada la información que las sociedades tienen que proporcionar a este respecto, incluyendo modelos de información para los distintos componentes del paquete retributivo.
- Por último, los folletos de emisión y los hechos relevantes también pueden incluir información sobre retribuciones.

En cuanto al sistema de revisión de la Securities and Exchange Commission (SEC), la Ley Sarbanes-Oxley de 2002 exige que ésta revise la información publicada por cada sociedad cotizada al menos una vez cada tres años, pero la SEC admite que revisa un gran número de ellas con mayor frecuencia, incluso anual en muchos casos. Durante cada uno de los tres últimos ejercicios fiscales, la División de Finanzas Corporativas de la SEC ha declarado haber revisado la información pública de más de cinco mil sociedades.

Tras sus revisiones, la SEC envía a las sociedades comentarios específicos sobre la calidad de la información aportada.

A pesar de que la SEC destaca que las sociedades que han sido revisadas con anterioridad muestran una continua mejora en la información que proporcionan, identifica las siguientes como áreas de mejora para los próximos años:

- (i) **Análisis:** Las compañías deben explicar las decisiones tomadas en materia de retribuciones y no sólo realizar una descripción del marco en que éstas se desarrollan. También deben elaborar informes más concisos, pues en muchos casos incluyen información innecesaria que entorpece su asimilación.
- (ii) **Objetivos de rendimiento:** Es el área sobre la que más comentarios emite la SEC. En primer lugar, considera que las sociedades deben determinar si los objetivos de rendimiento fijados son los adecuados para su política de remuneraciones. El segundo paso consistiría en revelar de manera específica y, en la medida de lo posible, cuantificar dichos objetivos, excepto cuando dicha información pueda ser utilizada por la competencia con efectos adversos para la sociedad.

2.3 Recomendaciones de IOSCO en 2010

En el documento sobre la información pública periódica de las sociedades cotizadas⁴ IOSCO analiza, entre otras materias, la transparencia de los sistemas retributivos de los consejeros y directivos.

En particular IOSCO destaca que la información debe ser clara con el objetivo de facilitar su comparación, tanto temporal como entre distintos emisores, y recomienda que se facilite la evaluación por parte de los accionistas mediante la difusión pública de información sobre los siguientes aspectos:

- (i) Descripción del proceso de toma de decisiones sobre políticas retributivas, incluyendo, en su caso, la composición y el mandato del Comité de remuneraciones.
- (ii) Principales características del sistema retributivo, incluyendo aquéllas relacionadas con el rendimiento y/o el riesgo.
- (iii) Información cuantitativa: desgloses a nivel fijo/variable, pagado/diferido, o efectivo/en acciones.

2.4 Marco regulatorio en España 2009-2010

En España se ha avanzado en la incorporación de las recomendaciones de la Comisión Europea mediante un proceso que incluye tanto el desarrollo de iniciativa legislativa, como la adaptación del Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas.

(i) Iniciativa legislativa

- El Proyecto de Ley de Economía Sostenible⁵, publicado en el primer trimestre de 2010, prevé establecer como obligatorias ciertas recomendaciones del Código Unificado sobre el régimen de transparencia de las remuneraciones, que han sido tradicionalmente las menos seguidas por las sociedades cotizadas.
- Dicho Proyecto de Ley dispone que, junto con el IAGC, el Consejo de las sociedades anónimas cotizadas presente un informe sobre las remuneraciones de sus consejeros y altos directivos que incluya información completa, clara y comprensible sobre la política de remuneraciones.
- El informe también incluirá un resumen de cómo se aplicó la política de retribuciones durante el ejercicio anterior, así como el detalle de las retribuciones individuales devengadas por cada uno de los consejeros y altos directivos.
- El Proyecto incluye habilitaciones al Ministerio de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, a la CNMV, para los desarrollos del contenido y estructura de las nuevas obligaciones de transparencia.

4 Véase International Organization of Securities Commissions (2010).

5 Disponible en: http://www.economiasostenible.gob.es/wp-content/uploads/2010/03/01_proyecto_ley_economia_sostenible.pdf

(ii) Actualización del Código Unificado

- A finales de 2009 se sometió a consulta pública el Proyecto de Actualización del Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas.

El objeto de esta actualización es adoptar, bajo el principio “cumplir o explicar”, todas las medidas planteadas en la Recomendación (excepto aquellas incluidas en el Proyecto de Ley de Economía Sostenible).

- Analizados todos los comentarios recibidos durante el periodo de consulta, la actualización del Código Unificado se someterá a la aprobación del Comité Ejecutivo y el Consejo de la CNMV, una vez publicada en el BOE la Ley de Economía Sostenible.

3 Remuneración del Consejo y de la alta dirección en España

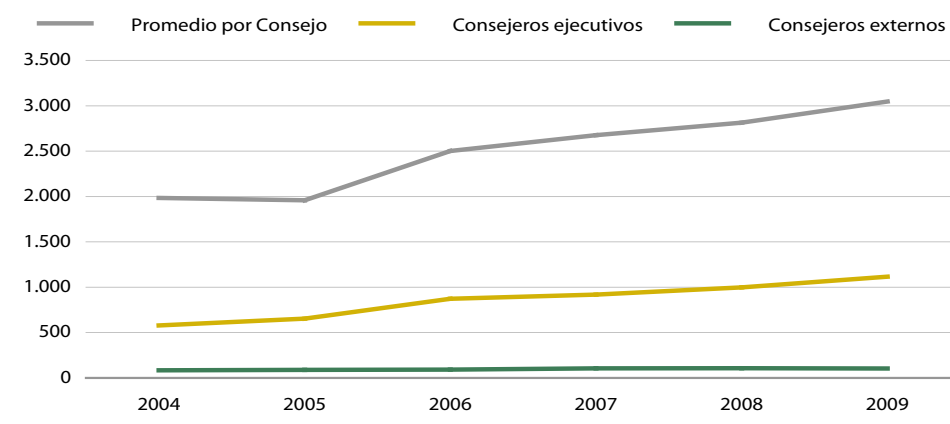
Las sociedades cotizadas deben desglosar de forma agregada en sus Informes Anuales de Gobierno Corporativo (en adelante, IAGC) la remuneración del Consejo por conceptos y por tipología de consejero⁶. Las sociedades que siguen la recomendación 41 del Código Unificado también ofrecen en sus memorias información adicional sobre las remuneraciones de cada consejero, individualizadas y desglosadas por conceptos.

El gráfico 1 muestra la evolución de la retribución media por Consejo, por consejero ejecutivo y por consejero externo para el periodo 2004 -2009.

Promedio de la retribución por Consejo y por tipo de consejero

GRÁFICO 1

Miles de euros



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

En 2009, la retribución media percibida por Consejo ascendió a 3 millones de euros, un 8,3% más que en 2008. La retribución media por consejero se situó en 291.725

6 Las estadísticas de este artículo incluyen la información declarada por las sociedades de la muestra en los apartados específicos de retribuciones de sus IAGC, que se vuelcan automáticamente en las bases de datos a partir de las cuales se elaboran los cuadros y gráficos. Éstos no incluyen la información adicional que las sociedades incorporan en el apartado “G” (otra información general) del IAGC y/o en la memoria 2009.

euros anuales, lo que supone un incremento de un 7%. Estos incrementos son principalmente consecuencia de indemnizaciones por cese satisfechas durante 2009. En concreto, una sociedad pagó 29,7 millones de euros por la indemnización y prejubilación de tres consejeros. Descontando este importe, el incremento medio de la retribución por Consejo se habría situado en el 1,5% y el promedio por consejero en un 0,3%.

Por su parte, la remuneración media por consejero ejecutivo aumentó un 11,7% (un 1,7% descontado el efecto de la indemnización) y alcanzó los 1,1 millones de euros.

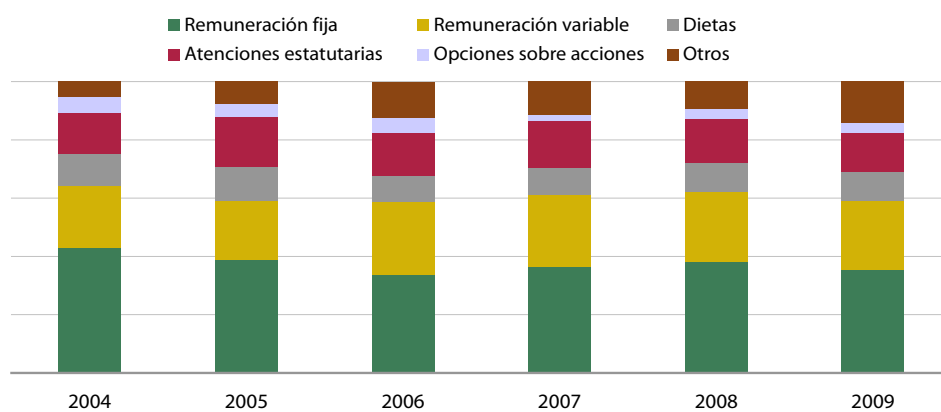
La retribución de los consejeros externos se situó en 104.365 euros, lo que supone una disminución de un 2,1% interanual. Esta disminución no afectó por igual a todas las tipologías de consejeros. Los dominicales y otros externos sufrieron descensos interanuales de un 5,7% y un 13,6% respectivamente, mientras que los independientes vieron incrementadas sus retribuciones, en promedio, un 6,5%. Este incremento se debe a la mayor presencia de independientes en las comisiones del Consejo, que devengan retribuciones adicionales por este concepto, sobre todo en las sociedades del Ibex.

3.1 Análisis de la retribución del Consejo por conceptos retributivos

El gráfico 2 muestra la evolución de la distribución, por conceptos retributivos, de la remuneración percibida por los consejos de administración. Destaca el incremento en 2009 de la partida de “otros”, desde el 9,4% hasta el 14,1%, y la disminución de la retribución fija desde el 38,2% del ejercicio anterior hasta el 35,5% del 2009.

Remuneración del Consejo distribuida por conceptos

GRÁFICO 2



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

3.1.1 Retribución fija

En este concepto se incluyen remuneraciones que perciben los consejeros tanto por las actividades que realizan dentro del Consejo, como por el desempeño de las funciones de alta dirección en el caso de los ejecutivos⁷. Es la partida más relevante dentro del esquema retributivo de los consejeros, como lo demuestra el hecho de que

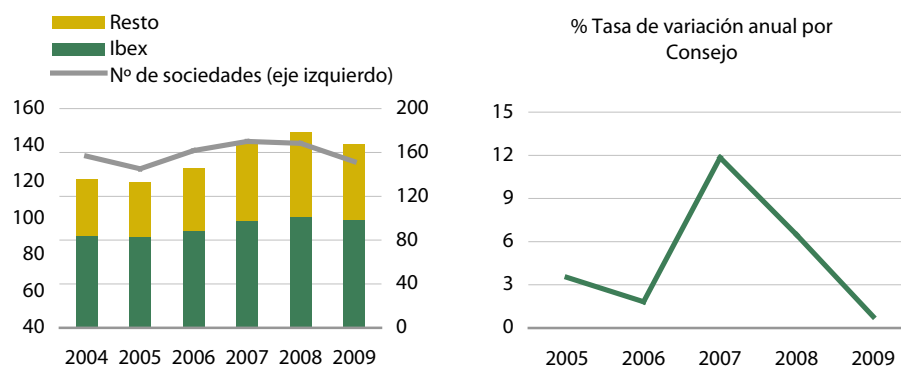
7 No se incluye Arcerlor Mittal debido a que no está obligada a presentar IAGC en España.

supone porcentajes algo superiores al 30% tanto para las sociedades del Ibex como para el resto y prácticamente la totalidad de ellas las devengan.

Evolución de la retribución fija

GRÁFICO 3

Miles de euros



2009	Nº sociedades	Promedio (miles de euros)	Desviación típica (miles de euros)	Máximo (miles de euros)	Mínimo (miles de euros)	Variación promedio 2009-2008 (%)	Peso sobre el total de la remuneración (%)
Ibex	34	2.909	2.867	11.820	380	0,2	33,5
Resto	97	706	589	3.068	18	-3,0	38,7
Total	131	1.278	1.812	11.820	18	0,8	35,5

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

En efecto, un total de 131 sociedades (el 84,5% de la muestra) devengaron retribuciones fijas en 2009. La retribución fija por Consejo se situó en 2009 en 1,3 millones de euros⁸. Se observa una alta dispersión en la muestra (desviación típica de 1,8 millones de euros) y una alta correlación, de 0,83, entre la capitalización de las sociedades y la importancia de este concepto retributivo. Un total de 37 sociedades (el 28,2% del total) devengaron retribuciones fijas por Consejo por un importe superior a la media (1,3 millones de euros). De éstas, seis compañías superaron los cuatro millones de euros por Consejo. En 2009, la retribución fija media por Consejo continuó aumentando, aunque a menor ritmo que en años anteriores. La tasa de crecimiento, en promedio, fue del 0,8%, frente al 6,5% del año anterior.

3.1.2 Remuneración variable

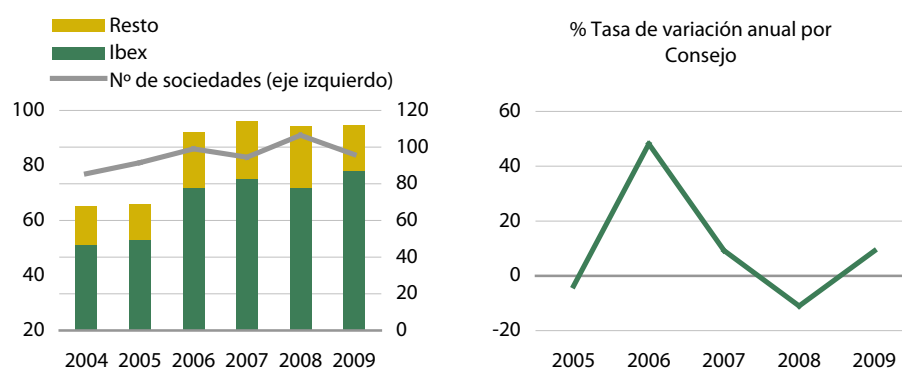
La remuneración variable tiene como objetivo vincular a los consejeros, generalmente ejecutivos, con la consecución de objetivos a medio y largo plazo mediante planes estratégicos o de creación de valor. Supone el segundo concepto por importancia dentro del esquema retributivo de los consejos de administración, representando algo menos del 30% de la remuneración total en el caso de las empresas del Ibex y un 14% para el resto de sociedades, como se observa en el gráfico 4.

8 El importe promedio se calcula tomando como base el número de sociedades que declara cada concepto.

Evolución de la retribución variable

GRÁFICO 4

Miles de euros



	Nº	Promedio (miles de euros)	Desviación típica (miles de euros)	Máximo (miles de euros)	Mínimo (miles de euros)	Variación promedio 2009-2008 (%)	Peso sobre el total de la remuneración (%)
2009							
Ibex	32	2.725	3.211	15.240	6	22,4	29,5
Resto	52	478	656	3.818	6	-16,9	14,0
Total	84	1.334	2.306	15.240	6	9,1	23,7

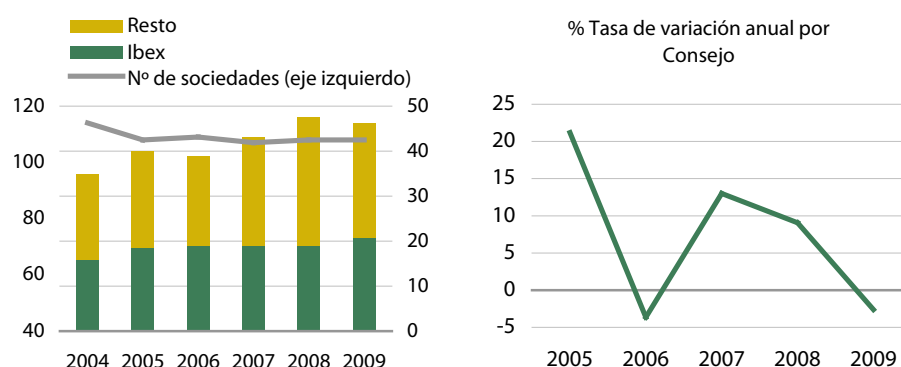
Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

Un total de 84 sociedades (el 54,2% de la muestra) devengaron retribuciones variables en 2009. La retribución media por Consejo fue de 1,33 millones de euros frente a los 1,22 millones de 2008, lo que supone un incremento del 9,1%. De las 21 sociedades que superaron la retribución variable media (1,33 millones de euros), más de la mitad (18) pertenecen al Ibex. Seis de estas sociedades superaron los cuatro millones de euros por Consejo. La retribución variable de las compañías del Ibex representa un 77,8% del total pagado por este concepto en 2009 (un 70% en 2008).

3.1.3 Dietas

Las dietas que retribuyen la pertenencia a los distintos órganos de gobierno de la sociedad pueden estructurarse de dos formas: (i) un importe fijo por la asistencia a cada reunión o (ii) un importe fijo por la pertenencia al órgano, con independencia del número de reuniones que se celebren o a las que asista el consejero.

Miles de euros



	Nº sociedades	Promedio (miles de euros)	Desviación típica (miles de euros)	Máximo (miles de euros)	Mínimo (miles de euros)	Variación promedio 2009-2008 (%)	Peso sobre el total de la remuneración (%)
2009							
Ibex	23	898	989	4.834	16	4,4	7,0
Resto	85	300	348	2.341	4	-9,3	14,4
Total	108	428	598	4.834	4	-2,6	9,8

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

Como se puede apreciar en el gráfico 5, el 69,7% de las sociedades realizó pagos por este concepto, que en promedio ascendieron a 428.000 euros. Un total de 74 sociedades (el 68,5%) pagaron menos de 500 mil euros por Consejo en concepto de dietas. Por el contrario, en siete sociedades (cinco del Ibex) las dietas superaron el millón de euros. El peso de las dietas sobre el total disminuyó desde el 10,1% al 9,8%, como resultado de la caída en las dietas percibidas por los consejeros del resto de sociedades que no cotizan en el Ibex (un -9,3% en promedio) y que no pudo ser compensada por el aumento en las dietas de estas últimas (un 4,4% en promedio). En el conjunto de sociedades cotizadas, las dietas descendieron en promedio un 2,6% en 2009.

3.1.4 Atenciones estatutarias

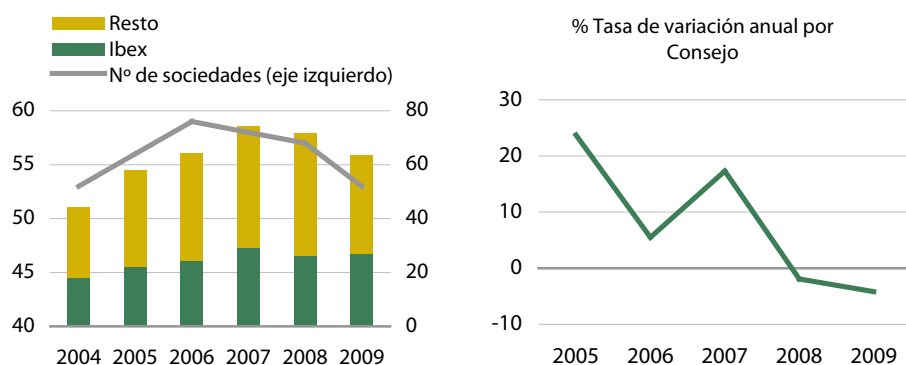
Las atenciones estatutarias son retribuciones destinadas a los miembros del Consejo de administración de la sociedad, que se encuentran estipuladas en sus estatutos y tienen carácter anual.

Un 34,2% de las sociedades declaran haber devengado atenciones estatutarias en 2009. El 81,1% de las sociedades que pagaron atenciones estatutarias a sus consejeros no superaron la cantidad de dos millones de euros por Consejo. Las atenciones estatutarias disminuyeron en un 4,2% y representaron un 13,5% de la retribución total. Cabe destacar que esta disminución no se debe a las sociedades del Ibex, ya que éstas las incrementaron, en promedio, un 11,5%. Por el contrario, el resto de sociedades las disminuyeron un 13,1% (vease gráfico 6).

Evolución de las atenciones estatutarias

GRÁFICO 6

Miles de euros



2009	Nº sociedades	Promedio (miles de euros)	Desviación típica (miles de euros)	Máximo (miles de euros)	Mínimo (miles de euros)	Variación promedio 2009-2008 (%)	Peso sobre el total de la remuneración (%)
Ibex	13	2.079	1.798	5.897	181	11,5	9,2
Resto	40	919	1.204	6.195	14	-13,1	20,7
Total	53	1.203	1.445	6.195	14	-4,2	13,5

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

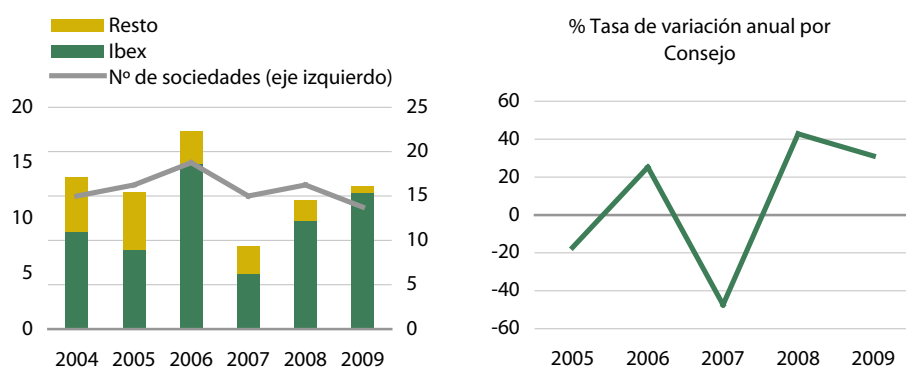
3.1.5 Opciones sobre acciones

Como puede observarse en los paneles del gráfico 7, esta retribución está enfocada, fundamentalmente, a empresas del Ibex.

Evolución de las opciones sobre acciones

GRÁFICO 7

Miles de euros



2009	Nº sociedades	Promedio (miles de euros)	Desviación típica (miles de euros)	Máximo (miles de euros)	Mínimo (miles de euros)	% Variación promedio 2009-2008	% Peso sobre el total de la remuneración
Ibex	6	2.565	2.813	7.233	203	26,3	5,2
Resto	5	148	76	226	40	-55,7	0,4
Total	11	1.466	2.356	7.233	40	31,2	3,4

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

En concreto, las sociedades del Ibex concentran el 95,4% del total pagado por este concepto en 2009, cifra sustancialmente superior al 60% registrado en 2008, en parte debido al notable retroceso de este concepto retributivo en el resto de las sociedades y que se viene experimentando desde 2006. Asimismo, cabe señalar que tres sociedades declararon importes superiores a los dos millones de euros por Consejo en 2009. Con todo, el peso de las opciones sobre acciones fue minoritario en la remuneración total, ascendiendo al 3,4% en 2009.

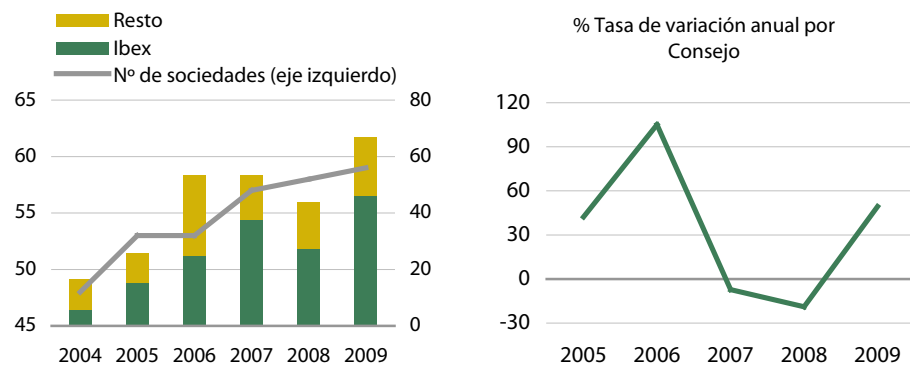
3.1.6 Otros conceptos retributivos

Esta categoría incluye el pago de indemnizaciones por cese, los planes de incentivos plurianuales que las sociedades no consideran remuneración variable y los pagos en especie. El pago de indemnizaciones tiene un peso significativo y es el que determina las variaciones interanuales, teniendo un carácter más cíclico y volátil que el resto de las retribuciones del Consejo.

Evolución de otros conceptos retributivos

GRÁFICO 8

Miles de euros



	Promedio Nº sociedades	Desviación típica (miles de euros)	Máximo (miles de euros)	Mínimo (miles de euros)	% Variación promedio 2009-2008	% Peso sobre el total de la remuneración
2009 Ibex	22	2.087	29.758	3	66,8	15,6
Resto	37	562	5.330	1	23,3	11,7
Total	59	1.131	29.758	1	49,4	14,1

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

Como se observa en el gráfico 8, un total de 59 sociedades (22 del Ibex) declaran haber realizado pagos por este concepto en 2009. El incremento del 49,4% respecto del año anterior se debe a que, como ya se ha explicado anteriormente, una sociedad ha realizado pagos por indemnización de 29,7 millones de euros. Este importe supone un 44% del total. Sin este importe se hubiera producido un descenso, en promedio, de un 15%.

3.1.7 Otros beneficios retributivos

Además de los conceptos retributivos señalados, las entidades conceden a sus consejeros otros beneficios cuya naturaleza, importe medio y evolución se muestran en el cuadro 1.

Evolución del importe medio de otros beneficios retributivos

CUADRO 1

Miles de euros	Ibex					Resto					Total				
	2005	2006	2007	2008	2009	2005	2006	2007	2008	2009	2005	2006	2007	2008	2009
Anticipos	219	44	149	430	0	44	74	22	134	26	160	108	106	282	26
Créditos concedidos	3.191	4.358	6.073	7.938	11.078	28.233	49.256	17.818	9.230	12.643	18.693	30.889	12.784	8.861	11.861
Ap. plan pensiones	1.749	5.193	3.582	3.728	1.582	290	411	193	271	122	1.019	2.973	1.699	1.832	786
Obli. planes pensiones	38.961	48.268	68.280	80.843	103.611	13.756	8.092	7.412	7.605	6.920	28.459	32.815	40.613	47.553	55.265
Primas seguros de vida	119	159	402	224	593,3	217	342	35	34	38	170	257	202	111	255
Garantías constituidas	2.024	4.876	4.191	8.612	5.130	41.726	42.987	18.692	7.705	9.319	24.711	26.653	12.650	8.083	7.224

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

En el conjunto de sociedades, las únicas partidas que experimentaron crecimientos en 2009 corresponden a los créditos concedidos y a las primas de seguro de vida, del 34% y el 130%, respectivamente, si bien las primas de seguro de vida se caracterizan por un peso marginal en el conjunto de otros beneficios retributivos. Las obligaciones contraídas por planes de pensiones, que suponen un porcentaje mayoritario dentro de los otros beneficios retributivos (el 73,3% de estos últimos en 2009), continuaron incrementándose a ritmos superiores al 15% anual. La evolución de esta partida difiere por tipo de sociedad, pues en las empresas del Ibex aumentó un 28% frente al descenso del 9% en el resto de sociedades. Por el contrario, los anticipos, cuyo importe no es significativo, disminuyeron debido a que las sociedades del Ibex prescindieron de este beneficio. Finalmente, en las aportaciones a planes de pensiones se observa que, en promedio, disminuyeron un 57,1%, debido principalmente a la evolución de esta partida en las sociedades del Ibex, que descendió un 57,6%.

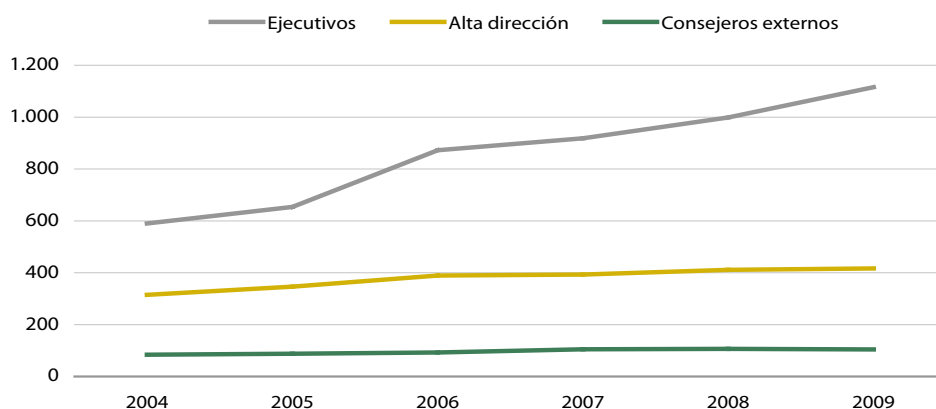
3.1.8 Evolución de la remuneración del Consejo por tipo de consejero

En el gráfico 9 se muestra la evolución de la remuneración media de los consejeros ejecutivos, la alta dirección y los consejeros externos.

Remuneración por tipo de consejero y alto directivo

GRÁFICO 9

Miles de euros



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

3.1.9 Remuneración de los consejeros ejecutivos

En el ejercicio 2009, la remuneración de los consejeros ejecutivos representó un 70,9% del total de la remuneración. En el cuadro 2 se muestra la retribución media de los consejeros ejecutivos.

Evolución de la remuneración media de los consejeros ejecutivos CUADRO 2

Miles de euros	2005	2006	2007	2008	2009
Ibex	1.465	1.911	2.264	2.206	2.720
Resto	350	455	433	539	502
Total	654	872	918	999	1.115

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

De acuerdo a estos datos, el promedio de la retribución de los consejeros ejecutivos del Ibex fue, en los últimos años, 4,6 veces más elevado que en el resto de entidades. En 2009, este diferencial se elevó hasta 5,4 veces, lo que se explica por el hecho de que las sociedades del Ibex tienen establecidas políticas retributivas que buscan la fidelización del equipo directivo mediante planes de incentivos, derechos de opción y cláusulas contractuales por cese o jubilación de elevada cuantía.

El incremento de la retribución de los ejecutivos se explica, en parte, tanto por las indemnizaciones satisfechas por cese o jubilación de los consejeros, como por los planes plurianuales cobrados en 2009 por los consejeros ejecutivos⁹. Con todo, el incremento de 2009 fue del 11,7%. No obstante, descontando el efecto comentado anteriormente este incremento se reduce al 1,7%.

3.1.10 Remuneración de los consejeros externos

La retribución de los consejeros externos rompe la tendencia de incrementos de los últimos años, con un descenso del 2,1% en 2009 (véase gráfico 9). Los consejeros dominicales y otros externos vieron disminuir su remuneración media en 2009, mientras que ésta aumentó en el caso de los independientes (véase cuadro 3).

Evolución de la remuneración media de los consejeros externos CUADRO 3

Miles de euros	Ibex					Resto					Total				
	2005	2006	2007	2008	2009	2005	2006	2007	2008	2009	2005	2006	2007	2008	2009
Dominicales	135	119	131	144	142	66	74	90	87	80	83	86	101	102	96
Independientes	130	148	184	171	184	47	48	63	65	60	80	85	105	104	110
Otros externos	439	528	169	321	297	104	88	88	99	91	212	208	135	162	140

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

Una parte del incremento de la retribución media de los consejeros independientes se explica por su mayor presencia en comisiones delegadas y, por otra parte, por cambios en la composición del Ibex.

⁹ Debido a que la recomendación 41, anteriormente comentada en el texto, no es seguida por todas las sociedades del Ibex, no es posible discernir el orden de importancia de estas magnitudes.

3.1.11 Remuneración de los miembros de la alta dirección

En el ejercicio 2009, la retribución media de la alta dirección se situó en 416.590 euros, lo que representa un incremento de 1,3% (véase gráfico 9). El diferencial de crecimiento entre la retribución media de los ejecutivos y la de la alta dirección se vio alterado por los pagos por indemnizaciones realizados por una sociedad.

4 Descripción de los sistemas retributivos basados en acciones

Un total de 23 sociedades declaran en los IAGC de 2009 que 67 consejeros son beneficiarios de derechos de opciones sobre acciones, que corresponden a sistemas retributivos cuyo plazo de ejercicio no ha vencido.

En 2009 se incrementó el número de sociedades que comunicaron la implantación de sistemas retributivos basados en la cotización de la acción. En concreto, las juntas generales de 27 sociedades aprobaron 38 planes referenciados a la cotización de la acción para retribuir a sus consejeros.

El 42,1% de los planes de opciones concedidos tienen un límite máximo de doce mil euros por beneficiario, para aprovechar ciertas ventajas fiscales. Estos sistemas conceden a sus beneficiarios la posibilidad de cobrar en acciones una parte de su remuneración y aplicar la correspondiente exención fiscal.

A continuación se resumen los aspectos más relevantes de los sistemas retributivos que no tienen el límite anterior de doce mil euros, en relación con lo recomendado por la Comisión Europea:

- En quince sistemas retributivos, no se incluye en el acuerdo de la Junta general que la adquisición de las acciones quede sujeta a unos criterios de rendimiento que estén predeterminados y sean medibles.
- El resto vincula el devengo del incentivo con el cumplimiento de objetivos de negocio (el más común es el resultado bruto de explotación); con la evaluación personal del beneficiario; o con la evolución de la retribución para el accionista, comparándola con la de las principales empresas internacionales del sector.
- En dos sociedades se condiciona el devengo de estas remuneraciones a que no se haya producido una reformulación material de los estados financieros de la entidad, a que los consejeros hayan cumplido con los códigos de conducta y a que no haya concurrido un deficiente rendimiento financiero del grupo. En otra, la condición previa es que el consejero tenga una buena evaluación personal, pero no se indica por parte de quién.

Una vez cumplidas las condiciones, los derechos que obtengan los consejeros dependerán de la revalorización de la acción en relación con un índice de referencia de las principales sociedades internacionales.

- Exceptuando dos sociedades, la concesión de dichas remuneraciones se limita a consejeros ejecutivos o directivos.

- En nueve sociedades, la propiedad de las acciones adjudicadas no puede hacerse efectiva hasta transcurrido un plazo de, al menos, tres años desde su adjudicación. En una sociedad, no se puede disponer de las acciones mientras que el beneficiario mantenga su puesto de consejero.

Para cumplir la Recomendación de la Comisión Europea, algunas sociedades han optado por establecer un plazo de ejercicio de los derechos de opción de al menos tres años. Otras han establecido periodos de consolidación de las acciones. Exceptuando una sociedad, ninguna establece que una vez adquirida la plena propiedad de las acciones, los consejeros retengan un cierto número hasta el final de su mandato.

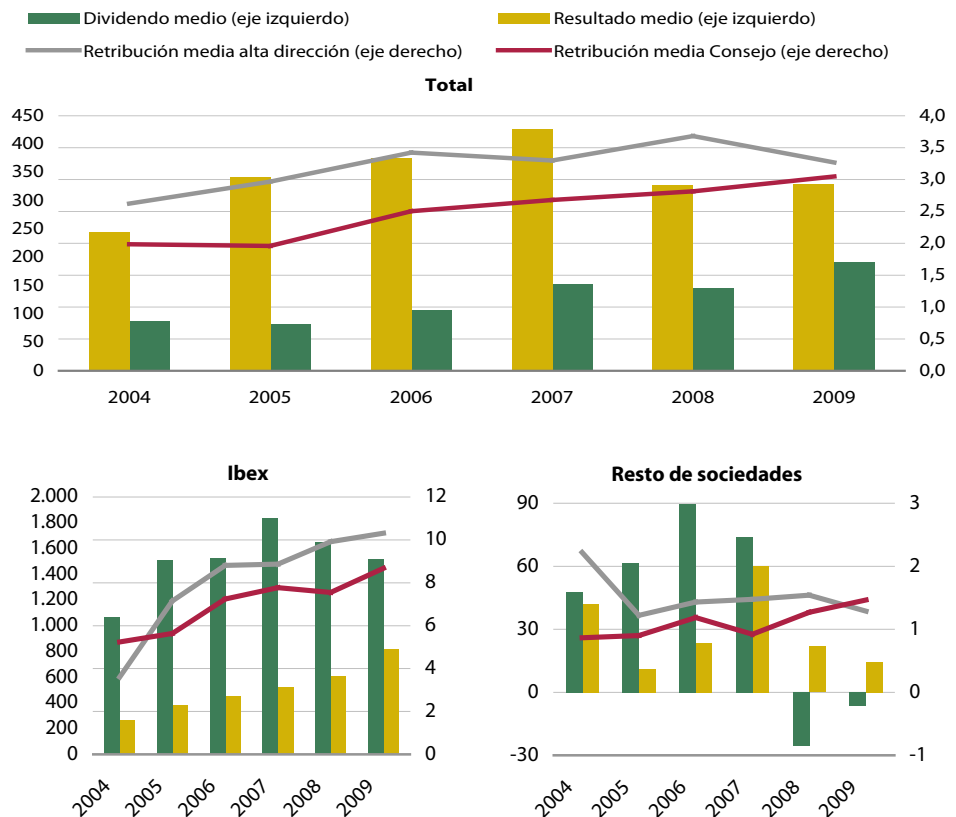
5 Evolución de la remuneración en relación con los resultados

En general, en los últimos años la remuneración media del Consejo y de la alta dirección no ha seguido una tendencia similar a la de los resultados medios antes de impuestos de las sociedades cotizadas (véase gráfico 10). Sin embargo, en 2009 se produjo un cierto ajuste mediante la disminución de la retribución media de la alta dirección.

Evolución de RAI, dividendos y remuneración del Consejo y la alta dirección

GRÁFICO 10

Millones de euros



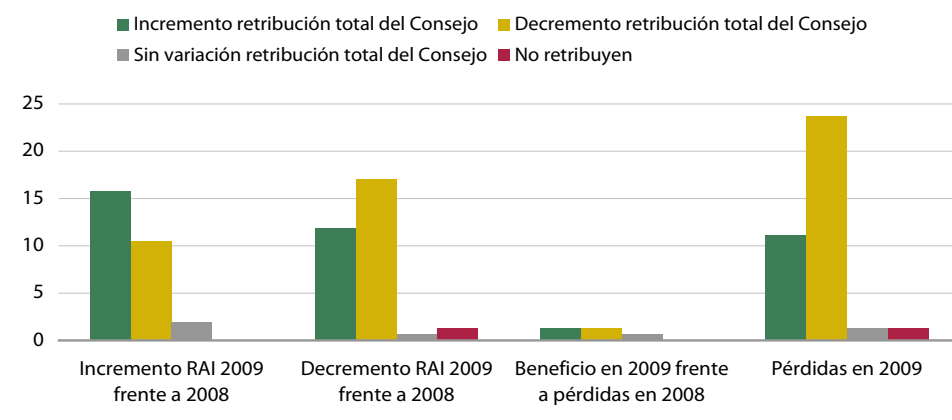
Fuente: IAGC, IPP de las empresas y elaboración propia.

En el Ibex, las indemnizaciones por cese y jubilación han provocado una cierta asimetría entre la caída de los resultados y el incremento de las retribuciones, tanto de directivos como de consejeros ejecutivos.

En el gráfico 11 se muestra el porcentaje de sociedades agrupadas según la variación anual del resultado de la sociedad y de la retribución total del Consejo.

Evolución de resultados y remuneración del Consejo

GRÁFICO 11



Fuente: IAGC, IPP de las empresas y elaboración propia.

Tal como puede observarse en este gráfico, en 2009 el 40,1% de las sociedades de la muestra incrementaron la retribución total de su Consejo, frente a un 52,6% que la redujo. Cabe destacar que un grupo de sociedades que representa el 11,2% del total incrementaron la retribución total pese a tener resultados negativos.

En 2009, un total de 48 sociedades analizadas registraron un incremento de sus resultados respecto a 2008; otras 57 sociedades (42 en 2008) declaran un resultado negativo antes de impuestos, y otras 47 sociedades obtuvieron beneficios inferiores a los obtenidos en 2008.

De las 57 sociedades (cuatro del Ibex), que presentaron pérdidas en 2009, en 17 aumentó la retribución del Consejo y en 18 la de la alta dirección.

Por otra parte, de las 47 sociedades (14 del Ibex) que no sufrieron pérdidas en 2009 pero cuyo beneficio disminuyó respecto al año anterior, 18 incrementaron la retribución de sus consejos de administración y 20 la de la alta dirección.

6 Remuneraciones del Consejo por sectores de actividad

En el cuadro 4 se muestran las remuneraciones medias de los consejos de administración de las sociedades cotizadas, agrupadas por sectores de actividad, para el periodo comprendido entre 2005 y 2009.

Remuneración media del Consejo por sector de actividad

CUADRO 4

Miles de euros	2005	2006	2007	2008	2009
Energía y agua	2.937	3.692	4.482	4.310	5.670
Industria	1.432	1.328	1.558	1.403	1.875
Construcción e inmobiliario	1.617	2.685	2.547	2.945	2.189
Comercio y servicios	2.411	2.603	2.880	3.224	3.325
Sector financiero	2.327	3.522	3.616	5.495	5.098

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

En 2009, el sector de energía y agua volvió a registrar una mayor remuneración media por Consejo, tras desbancar del primer lugar al sector financiero. El incremento del 31,6% registrado en 2009 se explica, en gran parte, por el aumento de la remuneración de los consejeros de una sociedad, aspecto ya mencionado en este artículo.

Las compañías de los sectores de la construcción e inmobiliario, en promedio, están ajustando las retribuciones de sus consejeros a la situación que vive el sector, habiéndose registrado un descenso del 25,7% en 2009.

En cuanto al sector financiero (bancos, seguros y sociedades de cartera), el descenso en las retribuciones de los consejeros de tres bancos compensó el incremento de otro en 2009, por lo que el promedio cayó en ese año un 7,2%.

7 Seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado

Las sociedades cotizadas tienen que informar en sus IAGC del grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado. A nivel agregado, las declaraciones incluidas en los IAGC del año 2009 ponen de manifiesto, entre otros, los siguientes aspectos:

- En promedio, las sociedades cotizadas cumplen el 63% de las recomendaciones relativas al régimen y transparencia de las retribuciones de los consejeros. Además, otro 12,7% de estas recomendaciones son seguidas parcialmente por las sociedades a las que les son aplicables. El grado de seguimiento de las recomendaciones sobre retribuciones es 14 puntos porcentuales inferior a la media de seguimiento del Código Unificado.
- Sin tener en cuenta las recomendaciones 40 –que el Consejo someta a la Junta un informe sobre la política de retribuciones– y 41 –que en la memoria se detallen las retribuciones individuales–, el grado de seguimiento del resto de las recomendaciones sobre retribuciones ascendería al 81,7%. Como en ejercicios anteriores, estas dos recomendaciones son las menos seguidas. Las sociedades que han adoptado estas prácticas de buen gobierno representan menos de un tercio del total.

- Por el contrario, la recomendación 39 –que las políticas retributivas incorporen las cautelas técnicas precisas para asegurar que las retribuciones variables guarden relación con el desempeño profesional de sus beneficiarios– es seguida por todas las sociedades excepto por una.
- Un total de quince sociedades –el 9,7%– cumplen todas las recomendaciones sobre retribuciones que les son aplicables.
- A pesar de que las recomendaciones sobre retribuciones son las menos seguidas del Código, no se observan mejoras respecto a ejercicios anteriores. El 13,7% de las sociedades cotizadas declara un grado de seguimiento por encima del ejercicio anterior, en el 15% ha disminuido y en el 71,2% restante se ha mantenido el mismo grado de seguimiento.
- El 90,3% de las sociedades declara seguir la recomendación relativa a que la remuneración de los consejeros externos sea la necesaria para retribuir la dedicación, la cualificación y la responsabilidad que el cargo exija, pero no tan elevada como para comprometer su independencia. En realidad el porcentaje de seguimiento de esta recomendación es mayor, ya que diez de las quince sociedades que declaran no seguirla, en realidad la interpretan erróneamente. Estas sociedades entienden que no la cumplen porque no tienen consejeros externos o porque éstos no están retribuidos.
- En seis compañías, tres menos que en el ejercicio anterior, las remuneraciones relacionadas con los resultados de la sociedad no toman en cuenta las salvedades que constan en el informe del auditor externo.
- La recomendación relativa a las retribuciones del Consejo con mayor nivel de aceptación es la referente a que las remuneraciones variables guarden relación con el desempeño profesional de sus beneficiarios, y no deriven simplemente de la evolución general de los mercados o de otras circunstancias similares.
- La recomendación con menor nivel de seguimiento es la que exige someter a la Junta, como punto separado del orden del día y con carácter consultivo, un informe sobre la política de retribuciones de los consejeros. Únicamente la siguen completamente el 21,3% de las sociedades, porcentaje similar al registrado en 2008 según los IAGC.
- Únicamente el 28,4% de las sociedades cotizadas indican en sus IAGC que detallan en la memoria de las cuentas anuales las retribuciones individuales de los consejeros.

8 Nivel de transparencia de los sistemas retributivos en Europa

Con el objetivo de evaluar el nivel de transparencia en la información relativa a los sistemas retributivos de las principales sociedades cotizadas, se han analizado los informes anuales de retribuciones correspondientes a 2009, de una muestra de 24

sociedades del Stoxx 50, correspondientes a ocho nacionalidades distintas y pertenecientes a ocho sectores.

Los informes seleccionados son documentos distintos a los IAGC que se han utilizado para la obtención de la información analizada en el resto de los apartados de este artículo. En cada informe se han estudiado aquellos aspectos retributivos que son objeto de recomendaciones del Código Unificado y de la Comisión Europea. Los principales resultados obtenidos se resumen a continuación, agrupados en cuatro apartados.

8.1 Accesibilidad de los informes

Con carácter general, el acceso a los informes es sencillo. Todos están disponibles en la página web corporativa, normalmente en apartados de información para inversores o capítulos sobre gobierno corporativo.

Hay que tener en cuenta que las sociedades que forman parte de la muestra son multinacionales con gran dispersión en su accionariado, por lo que, normalmente, la facilidad de acceso y la actualización de los documentos en las páginas web no puede ser directamente extrapolable al conjunto de sociedades cotizadas.

Todos los informes están disponibles en inglés. Además, en la mayoría de los casos (el 66,7%) también se encuentran disponibles en, al menos, otro idioma.

Los informes analizados difieren significativamente de unas sociedades a otras, tanto en contenido como en estructura y extensión. Este hecho dificulta en gran medida su análisis comparativo.

8.2 Transparencia del proceso de asignación y aprobación de las políticas retributivas

En todos los informes analizados se identifica al Consejo de administración como órgano responsable de la política retributiva de los consejeros.

En el caso de las sociedades con un sistema de administración dual, todas a excepción de una indican que es el denominado Consejo de Supervisión (Supervisory Board) el que define y aprueba el sistema retributivo de los consejeros ejecutivos. Los salarios y otros complementos para los miembros de los consejos de supervisión están fijados estatutariamente.

La mayor parte de los informes (el 87,5%) identifica y explica las atribuciones de otros órganos que participan en el proceso, como la comisión de remuneraciones, las comisiones de riesgos o empresas externas especializadas. La colaboración de estas últimas consiste, principalmente, en la obtención de información sobre prácticas del mercado.

En el 58% de los informes analizados se proporciona información acerca de la participación de los accionistas en las juntas generales, pero es muy difícil encontrar información concluyente acerca de la existencia de un voto vinculante y explícito por parte de los mismos. En la mayor parte de los casos en que se ofrece información, ésta sólo indica el sometimiento del informe a la Junta con carácter consultivo.

Respecto al Comité de remuneraciones, destaca la elevada importancia de este órgano en el proceso de asesoramiento y revisión de la política retributiva del 79,2% de las sociedades. Sin embargo, la información sobre su composición es escasa, al igual que el grado de cumplimiento de la recomendación de que al menos uno de sus miembros tenga conocimientos y experiencia en materia de política retributiva.

No obstante, hay que tener en cuenta que la citada recomendación fue emitida el mismo año de publicación de los informes analizados y que, según el estudio de la Comisión Europea, en 2010 tan sólo seis Estados han introducido esta medida en sus códigos.

8.3 Individualización y desglose por consejero

Todos los informes analizados incluyen, al menos para los consejeros ejecutivos, el importe total individualizado de las retribuciones percibidas. Además, todos individualizan la retribución del presidente.

La práctica totalidad de las sociedades desglosa los conceptos retributivos de cada uno de los miembros del Consejo. Los conceptos más frecuentes son: salario base (retribución fija), bonus (retribución variable anual) y el devengo de los planes plurianuales de incentivos. Los conceptos que menos se individualizan son los relacionados con prestaciones asistenciales.

En todos los informes, a excepción de uno, se declara que los componentes variables de la retribución están vinculados a criterios de rendimiento predeterminados y medibles, si bien en algunos casos se ofrece esta información de forma mucho más explícita y detallada que en otros.

Muy pocos informes concretan las funciones o responsabilidades particulares de los consejeros ejecutivos, distintas a su pertenencia a determinadas comisiones delegadas. Por ello, resulta complejo analizar las diferencias entre los paquetes retributivos que se les asignan.

Los informes de cinco sociedades (el 20,8% del total) contemplan la posibilidad de que éstas puedan reclamar la devolución de los componentes variables de la retribución, cuando el pago no haya estado ajustado a las condiciones de rendimiento predeterminadas (incorporan, por tanto, cláusulas denominadas *clawback*).

Destaca el caso de una sociedad que indica que la inclusión de dichas cláusulas en los contratos se ha realizado a iniciativa de los propios consejeros.

8.4 Información cualitativa sobre el contenido y los parámetros de las políticas retributivas

Como ya se ha mencionado, una de las principales conclusiones que pueden extraerse del análisis es la heterogeneidad de los informes. En este sentido, sólo uno de los informes analizados explica con detalle las recomendaciones del Código que está aplicando. Algunas sociedades incluyen una referencia genérica al código de aplicación (el 16,7%), sin aportar mayor grado de detalle sobre el contenido de las recomendaciones concretas. La información proporcionada acerca de los planes plurianuales de incentivos es la parte más extensa de los informes analizados, lo cual es comprensible debido a su complejidad.

Los objetivos de la política retributiva son explicados en la mitad de los casos analizados. Los más recurrentes son:

- (i) Atraer y retener personas altamente cualificadas.
- (ii) Alinear los intereses de los consejeros con los de los accionistas (creación de valor a largo plazo). Los planes plurianuales de incentivos y las políticas de retención de acciones están encaminados a cumplir este objetivo.
- (iii) Controlar la asunción de riesgos. Destaca la alusión explícita a aspectos relacionados con la gestión del riesgo, especialmente en aquellos informes correspondientes a entidades bancarias.

El 87,5% de las sociedades tiene en cuenta las prácticas retributivas de otras empresas de su sector cuando diseñan o revisan las suyas, con el objetivo de asegurar que su política sea competitiva.

9 Conclusiones

La arquitectura regulatoria europea sobre sistemas retributivos sigue evolucionando en los distintos Estados mediante una combinación de requisitos legales de ámbito mercantil, preceptos de transparencia en el marco de las normas de los mercados de valores y recomendaciones en códigos de gobierno corporativo.

En Estados Unidos no se ha implantado la filosofía europea y no se aplica el principio de “cumplir o explicar” sobre la base de recomendaciones en códigos voluntarios. Las normas americanas obligan a las sociedades cotizadas a publicar información cualitativa y cuantitativa sobre los sistemas retributivos de los consejeros, con un grado de exigencia notable. El cumplimiento de estos requisitos está sometido a un proceso intensivo de supervisión por parte de la Securities and Exchange Commission (SEC), que emite cartas con recomendaciones de mejora a las sociedades objeto de análisis. La SEC reconoce que su sistema está mejorando el nivel de transparencia. En estos momentos, todavía es prematuro valorar el impacto de la Ley Dodd-Frank estadounidense, publicada en julio de 2010 y pendiente de desarrollo por parte de la SEC.

Por su parte, la Comisión Europea está revisando las obligaciones de transparencia de las sociedades cotizadas y es posible que plantee una mayor armonización vía directiva. Aunque en Europa se observa una tendencia creciente hacia la regulación de estas materias mediante disposiciones vinculantes, existen importantes diferencias entre Estados tanto en los requisitos de información sobre políticas retributivas, como en el grado de detalle de las remuneraciones individuales.

En concreto, la Recomendación de la Comisión Europea formulada en este ámbito en 2009 ha tenido una acogida muy dispar:

- Los Estados que han adoptado la Recomendación, lo han hecho mayoritariamente a través de sus códigos de gobierno corporativo.
- En diez Estados ya se han adoptado al menos la mitad de las medidas recomendadas, pero sólo una minoría ha implantado la totalidad.

- Las recomendaciones sobre retribuciones variables tienen mucho mayor grado de implantación que las relativas al Comité de remuneraciones.
- La aplicación de las disposiciones sobre divulgación de información y voto de los accionistas se ha incrementado de manera significativa en los últimos años. No obstante, en relación con el voto de los accionistas existen diferencias sobre su objeto y carácter (vinculante o no), así como sobre las posibles consecuencias de un voto consultivo desfavorable.
- La mayoría de los Estados Miembros recomiendan o exigen que la remuneración variable esté vinculada a criterios de rendimiento. Sin embargo, no todas las medidas adoptadas por los Estados estipulan explícitamente que estos criterios estén predeterminados y sean medibles.

El análisis del seguimiento de estas recomendaciones por parte de las sociedades cotizadas españolas en 2009 pone de manifiesto la continuidad de algunas pautas que ya se observaban en ejercicios anteriores:

- En el ejercicio 2009, tal y como sucedió en 2007 y 2008, las recomendaciones del Código Unificado con menor índice de seguimiento fueron las relacionadas con la transparencia de las retribuciones de los consejeros.
- El nivel de seguimiento de las recomendaciones sobre retribuciones es 14 puntos porcentuales inferior a la media de seguimiento del Código Unificado.
- En promedio, las sociedades cotizadas cumplieron en 2009, de forma completa, el 63% (62.6% en 2008 y 64% en 2007) de las recomendaciones relativas al régimen y transparencia de las retribuciones de los consejeros. Asimismo, estas sociedades cumplieron de forma parcial otro 12,7% de las recomendaciones que les son aplicables (13,1% en 2008 y 11,4% en 2007). Por tanto, en su conjunto, no se siguen algo menos de la cuarta parte de las recomendaciones.
- Las recomendaciones 40 –que el Consejo someta a la Junta un informe sobre la política de retribuciones de los consejeros– y 41 –que en la memoria se detallen las retribuciones individuales–, como en ejercicios anteriores, son las recomendaciones menos seguidas del Código Unificado.
- El estudio de los sistemas retributivos de los consejeros y cómo se aplican en la práctica es extremadamente complejo debido a la ausencia de un modelo normalizado o estándar, que ocasiona dispersión, heterogeneidad y fraccionamiento de la información pública.

En cuanto a la evolución de la estructura y la cuantía de las retribuciones de los consejeros en 2009, el análisis de los informes públicos de las sociedades españolas permite destacar lo siguiente:

- En 2009, el peso de la retribución fija sobre el total se reduce a un 35,5% (un 42,8% en 2004). El peso de la retribución variable se mantiene en torno al 24% desde 2007, las dietas entre el 9% y el 10%, y las atenciones estatutarias bajan de forma continuada desde 2004 (un 5,4%) hasta el 3,5%.

- En 2009 aumentó el número de sociedades que comunicaron la concesión de sistemas retributivos basados en la entrega de acciones o en la evolución de su cotización. Las juntas generales de 27 sociedades –el 17,4 % del total de cotizadas– han aprobado el establecimiento de 38 de estos planes. El 42,1% de los planes de opciones concedidos tienen un límite máximo de doce mil euros por beneficiario, para aprovechar ciertas ventajas fiscales. Del resto, únicamente en siete el acuerdo de la Junta condiciona la adquisición de las acciones al cumplimiento de criterios de rendimiento del consejero que estén predeterminados y sean medibles.
- En 2009, descontados los pagos realizados por una sociedad en concepto de indemnización y jubilación de consejeros cesados durante el ejercicio, el incremento medio por Consejo se habría situado en el 1,5% y el promedio por consejero en el 0,3% (el 8,3% y el 7%, respectivamente, sin descontar el efecto de la mencionada sociedad). El sector de energía y agua volvió a registrar una mayor remuneración media por Consejo. El incremento del 31,6% registrado en 2009 se explica, en gran parte, por el mencionado efecto de las retribuciones de los consejeros cesados en 2009. No obstante, se aprecia un alto grado de dispersión en las cantidades analizadas y una elevada correlación entre la capitalización de las sociedades y la retribución de sus consejeros.

Las variaciones retributivas no afectan por igual a todas las tipologías de consejeros. Así, para el conjunto de las sociedades cotizadas, la retribución de los ejecutivos aumentó de media un 1,7% y la de los externos se redujo en un 2,1%, aunque cabe destacar que los independientes incrementaron su retribución media en un 6,5%, por su mayor presencia en las comisiones delegadas del Consejo.

10 Bibliografía

Comisión Europea (2004). *Recomendación 2004/913/CE, relativa a la promoción de un régimen adecuado de remuneración de los consejeros de las empresas con cotización en bolsa*. 14 de diciembre. Disponible en: <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:385:0055:0059:ES:PDF>.

Comisión Europea (2007). *Report on the application by Member States of the EU of the Commission Recommendation on directors' remuneration*. Disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/sec20071022_en.pdf.

Comisión Europea (2009). *Recomendación C(2009) 3177, que complementa las Recomendaciones 2004/913/CE y 2005/162/CE en lo que atañe al sistema de remuneración de los consejeros de las empresas que cotizan en bolsa*.

Comisión Europea (2010). *Consultation on the modernisation of the Transparency Directive 2004/109/EC*. 28 de mayo. Disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_en.htm#consultation-modernisation

Comisión Europea (2010). *Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Report on the application by Member States of the EU of the Commission*

2009/385/EC Recommendation (2009 Recommendation on directors' remuneration) complementing Recommendations 2004/913/EC and 2005/162/EC as regards the regime for the remuneration of directors of listed companies. 2 de mayo.

Comisión Europea (2010). *Green paper. Corporate governance in financial institutions and remuneration policies*. Ref. COM(2010) 284 final, 2 de junio. Disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2010_284_en.pdf

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2004-2009). *Informes de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales*. Disponibles en: www.cnmv.es

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2006). *Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas*. Disponible en: http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo_unificado_Esp_04.pdf

International Organization of Securities Commissions (2010). *Principles for Periodic Disclosure by Listed Entities*. Technical Committee, febrero. Disponible en: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD317.pdf>

RiskMetrics (23 de septiembre de 2009). *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States. Main contractor and subcontractors*: www.ecoda.org/www.landwell.fr. Disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf

Securities and Exchange Commission. *Researching Public Companies through EDGAR: A Guide for Investors*. Disponible en: <http://www.sec.gov/investor/pubs/edgarguide.htm>.

Securities and Exchange Commission (2009). *Executive Compensation Disclosure – Observations on the 2009 Proxy Season and Expectations for 2010*. Speech by SEC Staff, Shelley Parratt, Deputy Director, Division of Corporation Finance. Disponible en: <http://www.sec.gov/news/speech/2009/spch110909sp.htm>

III Novedades regulatorias

Tendencias en las instituciones y entidades de supervisadas por la CNMV en el primer semestre de 2010

Alejandro Marroquín, Nicolás Nevares, Pilar del Pozo, Alberto Pérez y Emilia Tamargo (*)

* Alejandro Marroquín, Nicolás Nevares, Pilar del Pozo, Alberto Pérez y Emilia Tamargo pertenecen a la División de Registro y Autorización de Entidades (DARE) de la CNMV.

1 Introducción

El objetivo de este artículo es destacar las principales tendencias observadas en el sector de las instituciones de inversión colectiva (en adelante, IIC), de las entidades de capital-riesgo (ECR), de sus sociedades gestoras (SGIIC y SGCR) y de las empresas de servicios de inversión (ESI)¹. Asimismo, se refleja la evolución que se espera a corto plazo en estos sectores.

La información que aquí se utiliza procede, fundamentalmente, de la experiencia del Departamento de Autorización y Registro de Entidades (DARE) de la CNMV en la tramitación de expedientes relativos a las entidades mencionadas. El periodo de referencia del informe es el primer semestre de 2010.

El artículo se estructura del siguiente modo. El capítulo 2 se dedica a las IIC, el 3 a las entidades de capital-riesgo y el 4 a las ESI, excluidas las empresas de asesoramiento financiero (EAFI), cuya evolución se analiza en el capítulo 5. El capítulo 6 se centra en las SGIIC y el 7 se dedica a los expedientes relacionados con la documentación que las entidades deben presentar en relación con las normas de conducta. Finalmente, en el capítulo 8 se resumen las conclusiones.

2 Instituciones de inversión colectiva

2.1 Evolución en el semestre

La evolución a lo largo del primer semestre del año 2010 de las IIC en España ha estado marcada por la situación de los mercados financieros internacionales, particularmente por las dificultades en los mercados de deuda soberana europeos y, como se podrá apreciar, por las estrategias adoptadas por la gestoras para afrontar el descenso de los patrimonios administrados por el sector que se viene arrastrando desde el mes de julio de 2007, cuando los fondos de inversión alcanzaron su máximo histórico, con activos valorados en más de 257 mil millones de euros.

El contexto macroeconómico en el que las gestoras han tenido que ejecutar los objetivos de inversión establecidos en los folletos informativos de las IIC gestionadas se ha caracterizado por una elevada incertidumbre y fuertes presiones desestabilizadoras en los mercados de la zona del euro. Los temores de los inversores sobre la solvencia de Grecia se contagiaron con rapidez a otros países de la zona del euro, principalmente a Irlanda, Portugal y España, provocando fuertes tensiones en los mercados de deuda soberana de estos países. Las tensiones se trasladaron, asimismo, a las bolsas, en las que se apreció un fuerte incremento de la volatilidad, y se vieron

1 Sociedades de valores (SV), agencias de valores (AV), sociedades gestoras de cartera (SGC) y empresas de asesoramiento de inversión (EAFI).

acompañadas de numerosos recortes en las calificaciones crediticias tanto de los emisores soberanos como de las instituciones financieras de los países afectados.

Como consecuencia de ello, los gestores redujeron la exposición del patrimonio de las IIC a los valores de los países con mayores problemas. Asimismo, los gestores tuvieron que hacer frente a una intensificación de la competencia en el ámbito de los productos dirigidos a la captación del ahorro minorista como consecuencia, sobre todo, de la presión de las entidades financieras en la captación de depósitos.

En el mercado español, atendiendo a los datos facilitados por Inverco, el patrimonio de los fondos de inversión de carácter financiero descendió en el primer semestre del año un 9,25% respecto a los valores de diciembre de 2009 y un 7,47% respecto a junio de 2009, alcanzando un importe de 148 mil millones de euros. La reducción se ha acelerado en el último trimestre de 2010, siendo más acusada en los fondos más conservadores, debido, entre otros motivos, a la competencia de los depósitos bancarios, los bajos tipos de interés y las incertidumbres apuntadas sobre la deuda soberana.

En términos agregados, los reembolsos superaron a las suscripciones. Las desinversiones se concentraron, fundamentalmente, en los fondos más conservadores, concretamente en las vocaciones “renta fija euro corto plazo” y “monetaria”. Entre las vocaciones que registraron suscripciones netas positivas destacan los fondos de renta fija internacional y los fondos garantizados de rendimiento fijo.

En relación con los expedientes tramitados en la CNMV, la inscripción de nuevos productos sigue siendo escasa, aunque se aprecia una actividad algo mayor en el lanzamiento de fondos nuevos, fundamentalmente fondos garantizados de renta fija a corto plazo y fondos que invierten exclusivamente en renta fija de elevada calidad crediticia. La preferencia por la comercialización de fondos conservadores refleja tanto el aumento de la aversión al riesgo entre los inversores como la competencia de los depósitos. También se observa una reducción de las fusiones y liquidaciones de los fondos ya inscritos, corrigiéndose la tendencia apreciada en el segundo semestre de 2009.

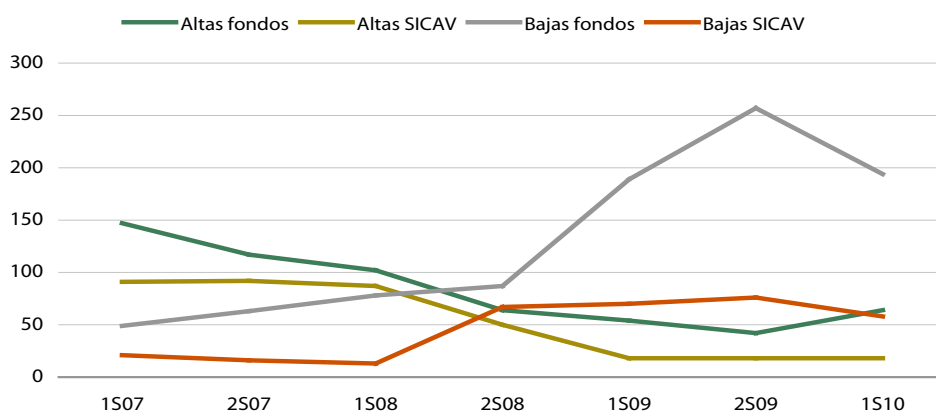
En cuanto al movimiento de altas y bajas en los registros de la CNMV, el número de IIC inscritas descendió un 1,8% respecto a diciembre de 2009 y un 5,4% respecto a junio del mismo año. Como se aprecia en el gráfico 1, esto supone una desaceleración de la caída de las IIC inscritas en la CNMV observada en el segundo semestre de 2009. El número de IIC registradas descendió en todos los tipos de IIC nacionales, salvo para las IIC de inversión libre (IIC de IL), cuyo número pasó de 25 en junio de 2009 a 31 en junio de 2010, como se observa en el cuadro 1.

Tipo de entidad	Número de entidades				Registradas a 30/06/10	Var. (%)	
	Registradas a 30/06/09	Registradas a 31/12/09	Altas	Bajas		II sem 2009	I sem 2010
Total IIC de carácter financiero	6.167	5.892	80	248	5.724	-4,5	-2,9
Fondos de inversión	2.808	2.593	59	188	2.464	-7,7	-5,0
Sociedades de inversión	3.294	3.232	17	54	3.195	-1,9	-1,1
IIC de IIC de inversión libre	40	38	0	4	34	-5,0	-10,5
IIC de inversión libre	25	29	4	2	31	16,0	6,9
Total IIC de carácter no financiero	17	16	0	0	16	-5,9	—
Fondos de inversión inmobiliaria	8	8	0	0	8	—	—
Sociedades de inversión inmobiliaria	9	8	0	0	8	-11,1	—
Total IIC extranjeras comercializadas en España	555	582	73	19	636	4,9	9,3
Fondos extranjeros	309	324	49	8	365	4,9	12,7
Sociedades extranjeras	246	258	24	11	271	4,9	5,0
Total IIC	6.739	6.490	153	267	6.376	-3,7	-1,8

Fuente: CNMV.

Altas y bajas de IIC nacionales en los registros de la CNMV

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV.

En contraste con las IIC nacionales, el número de IIC extranjeras comercializadas en España experimentó un aumento del 9,3% durante el primer semestre de 2010, casi el doble que en el segundo semestre del pasado año (véase el cuadro 1). Con este nuevo aumento, las IIC extranjeras pasan a representar el 10% del número total de las IIC registradas en la CNMV, un punto más que en diciembre de 2009.

Como se aprecia en el cuadro 2, el grueso de las IIC extranjeras comercializadas en España están domiciliadas en Luxemburgo (45,3%), Francia (33,0%) e Irlanda (10,8%).

País de origen	30/06/2009	31/12/2009	30/06/2010	Var. 30/06/10 (%)		Distribución 30/06/2010 (%)
				s/ 30/06/09	s/ 31/12/09	
Alemania	16	17	20	25,0	17,6	3,1
Austria	27	27	27	-	-	4,2
Bélgica	5	5	5	-	-	0,8
Francia	163	178	210	28,8	18,0	33,0
Holanda	1	1	1	-	-	0,2
Irlanda	58	64	69	19,0	7,8	10,8
Luxemburgo	270	275	288	6,7	4,7	45,3
Malta	1	1	1	-	-	0,2
Reino Unido	14	14	15	7,1	7,1	2,4
Total	555	582	636	14,6	9,3	100,0

Fuente: CNMV.

2.2 Tendencias

Tomando como referencia los datos correspondientes a los expedientes de IIC tramitados por la CNMV, cabe destacar las siguientes características de la evolución del sector durante el primer semestre de 2010:

Perfil conservador de las nuevas inscripciones

Las gestoras siguen inscribiendo fondos nuevos, preferentemente con un claro perfil conservador (básicamente fondos de inversión garantizados y de vocación “renta fija euro”).

No obstante, en comparación con el último semestre de 2009, se aprecia un mayor, aunque todavía minoritario, protagonismo de fondos de inversión con mayor valor añadido para los partícipes (como fondos de vocación “global” y “retorno absoluto”).

Por otra parte, en las renovaciones de las políticas de inversión de fondos ya inscritos, se observa un perfil ligeramente menos conservador, aumentando la proporción de fondos con vocación de “renta variable” (sobre todo “internacional”, con mayor exposición al riesgo de divisa).

En cualquier caso, las gestoras presentan una resistencia a calificar de “alto” el perfil de riesgo del inversor objetivo: se prefiere modificar las políticas de inversión para rebajar la calificación del perfil de riesgo del inversor que mantener la que tenían y mostrar perfiles altos, al objeto de retener al partícipe.

Asimismo, los fondos garantizados, para la evaluación de las garantías, presentan fórmulas más tradicionales (como las variaciones “punto a punto” o las “asiáticas”) frente a otra más complejas (como las “digitales”).

Por su parte, los pocos fondos de inversión libre inscritos en el primer semestre de 2010 tienden a adoptar políticas de inversión menos complejas que las adoptadas inicialmente por este tipo de IIC, delimitando los riesgos asumibles por el inversor mediante un enfoque de “retorno absoluto”.

Destaca la inscripción de una IICIL con el objetivo de realizar *trading* de futuros sobre diferentes subyacentes y de otra que pretende invertir su patrimonio en vehícu-

los que, a su vez, inviertan en préstamos caracterizados por su consideración como préstamos corporativos para la compra de una empresa (LBO), como expresión del previsible crecimiento de esas operaciones en un entorno de crisis económica.

Ralentización del número de fusiones de fondos de inversión

Durante el primer semestre de 2010 continuó el proceso de fusiones de fondos de inversión, si bien se redujo significativamente el número de fondos implicados en los proyectos de fusión. Esto se debe, en parte, a la consumación de los planes de racionalización de los fondos gestionados y, en parte, a la reducción del número medio de fondos por cada proyecto de fusión presentado, una vez afrontadas las fusiones más urgentes. Por ello, si bien el número de fondos implicados en los proyectos de fusión se reduce, no tiene por qué hacerlo el número de expedientes de fusión.

En cuanto a los motivos de las fusiones, sigue destacando la necesidad de subsanar los incumplimientos de patrimonio mínimo o número mínimo de partícipes (frente a la alternativa a la liquidación del fondo) y/o los motivos de eficiencia económica (reordenación de la gama de fondos de la SGIIC a fin de evitar duplicidades).

No obstante, cabe esperar que en un futuro próximo se reactiven estas fusiones, como consecuencia del proceso de fusiones (“frías” y mercantiles) de las cajas de ahorro iniciado al final del primer semestre de 2010.

Aumento de las fusiones “mixtas”

Por otra parte, cabe mencionar también la tendencia a fusionar IIC de diferente naturaleza jurídica (“fusiones mixtas”, como vehículo de fusión de una o varias SICAV con un fondo previamente existente o inscrito ad hoc), como respuesta, en parte, a las incertidumbres de la normativa tributaria aplicable a las SICAV y como alternativa a la transformación de éstas en fondos.

Las fusiones ordinarias y mixtas siguen siendo la fórmula adoptada mayoritariamente por las gestoras para instrumentar las bajas de las IIC de los registros de la CNMV. Así, del total de los expedientes de inscripciones de baja registrados en el primer semestre de 2010, el 77% corresponden a fusiones con otras IIC; el 19% a liquidaciones de esas IIC; y el 4% a transformaciones de SICAV en sociedades anónimas de régimen general. Cabe destacar la baja por liquidación de cuatro IIC de IICIL y de dos IICIL.

Cambios en los acuerdos de gestión

La reducción de los ingresos de las gestoras asociada a la disminución de los patrimonios gestionados ha supuesto el aumento de la competencia en el sector. Por otra parte, la reducción de la rentabilidad de los patrimonios invertidos aconseja revisar la estructura de costes de las propias IIC. Todo ello explicaría, en parte, el incremento de los cambios en los acuerdos de gestión y en las inscripciones y revocaciones de la delegación de la gestión de activos que se han producido en el ámbito de las SICAV.

En este sentido, es de destacar también la coincidencia en el tiempo de consultas de diversas gestoras sobre el traslado del domicilio social de SICAV españolas a Luxemburgo (lo que supondría la baja en los registros de la CNMV). No obstante, se entiende que estas consultas están motivadas más por el diferente tratamiento fiscal que por cambios de gestora.

Cabe destacar que el número de SICAV domiciliadas en el País Vasco han pasado de 92, a principios de enero de 2010, a 32 (y cuatro de ellas en proceso de liquidación) a finales de junio de 2010, como efecto de la supresión del tratamiento fiscal favorable específico para este tipo de entidades.

En relación con los fondos de inversión, las revocaciones de los acuerdos de delegación se instrumentan, en parte, mediante la internalización de funciones que estaban delegadas por no disponer de medios y/o especialización suficientes (por ejemplo, para invertir en determinados activos o áreas geográficas). Si bien supone un ahorro de costes, habría que preguntarse si esta internalización se produce por reconsiderar la insuficiencia de medios y/o conocimientos específicos, o por la reducción de la operativa en activos y/o áreas geográficas para los que se había delegado inicialmente la gestión.

Aumento de la actividad transfronteriza

Como se ha comentado anteriormente, se aprecia un incremento de los fondos extranjeros inscritos en la CNMV para su comercialización en España.

También ha aumentado (y se prevé que lo siga haciendo en un futuro próximo) la solicitud de pasaportes por parte de los fondos españoles. Además, una IIC española ha presentado el primer “contrato de comercialización” para operar en Irlanda.

Habría que integrar ambas tendencias en la especialización geográfica de la gestión como una de las fórmulas para combatir la crisis actual de rentabilidad de las gestoras.

2.3 Perspectivas del sector

Efectos de la reorganización del sector de cajas de ahorro

El proceso de reorganización del sector de las cajas de ahorro, basado principalmente en las fusiones, puede implicar, a su vez, una reorganización de las gestoras y los depositarios de los fondos de inversión implicados.

En principio, esas fusiones podrían suponer un cambio en las condiciones de comercialización de los fondos de inversión, restringiendo, en algunos casos, el alcance de la comercialización, lo que podría suponer una reducción de su patrimonio y la necesidad de afrontar proyectos de fusión o liquidación de los mismos.

Asimismo, pueden tener su oportunidad nuevos planes de fusiones entre fondos de inversión gestionados por las cajas de ahorro que participen en fusiones mercantiles o en las denominadas fusiones “frías”, si bien, en este último caso, la fusión de los fondos dependerá del grado de integración de las cajas implicadas.

Por otra parte, también cabe esperar un aumento de las solicitudes de autorización para el cambio de depositario como fruto de la adquisición o fusión mercantil de cajas de ahorro que desempeñen esa función en los fondos de inversión.

Inscripción de productos de mayor valor añadido

Si bien es de suponer que los fondos garantizados y de renta fija sigan concentrando la mayor parte de las nuevas inscripciones, se espera que, de forma paulatina, se introduzcan productos de mayor valor añadido, capaces de atraer a nuevos suscrip-

tores ante las nuevas posibilidades de inversión y generar comisiones más altas (inversión en mercados emergentes, productos de retorno absoluto, etc.).

En este sentido, cabe esperar que se produzcan las primeras solicitudes de inscripción de compartimentos que recojan los beneficios, en términos de eficiencia en la gestión, que puede suponer el cobijo de distintas políticas de inversión (aunque se diferencien simplemente, por ejemplo, en la gestión del riesgo de tipo de cambio) en un mismo vehículo.

Asimismo, se entiende que se generalizará y acelerará la creación de “clases” de participaciones. Las primeras se registraron en julio de 2009 y, en el primer semestre de 2010, se han registrado un 29,4% más que en el segundo semestre del ejercicio anterior. En total, se han inscrito 90 “clases” correspondientes a 43 fondos, inscritos por 13 gestoras (de las que dos concentran el 52,5% de los mismos). La mayor parte de esos fondos ha registrado dos “clases”, excepto dos fondos que registraron tres “clases” y uno que registró cuatro “clases”.

También es de prever el incremento en las solicitudes de inscripción de IIC-ETF, (incluidas SICAV, después de las últimas modificaciones normativas) siguiendo la estela de las IIC extranjeras inscritas recientemente en la CNMV. A este respecto, es de destacar que durante el primer semestre de 2010 se han registrado SICAV-ETF extranjeras admitidas a negociación en mercados de valores no españoles, en espera del cambio normativo que permitiese inscribir SICAV-ETF en las bolsas nacionales. Una vez producida esa modificación normativa, es presumible que esas SICAV extranjeras soliciten su admisión a negociación en los mercados nacionales.

Aumento de la actividad transfronteriza

En el marco descrito de aumento de la competencia entre gestoras y de persecución de una mayor eficiencia a través de la reducción de costes (mediante la internalización de funciones delegadas, la creación de compartimentos, etc.) y/o el incremento del patrimonio gestionado (mediante la optimización de los canales de comercialización, la creación de “clases”, etc.), es de esperar que aumenten las solicitudes de pasaporte por parte de las gestoras nacionales.

En este sentido, cabe esperar también que continúe aumentando el registro de IIC extranjeras. Según estimaciones de Ahorro Corporación, estas IIC acapararán una cuarta parte del sector de la gestión de activos en España a finales de 2011.

Aumento de la especialización geográfica

El previsible aumento de la comercialización de productos con mayor valor añadido en un contexto de creciente actividad transfronteriza dará lugar a un aumento de la especialización geográfica en la gestión de los patrimonios que permita optimizar la rentabilidad de las inversiones en áreas geográficas específicas, ya sea mediante la delegación de la gestión de patrimonios con esa finalidad o mediante el recurso a la figura de los “fondos de fondos”. Como se aprecia en el cuadro 3, los “fondos y sociedades de fondos” ya vienen experimentando un notable crecimiento desde hace algunos años.

Ejercicio ¹	Fondos de inversión		SICAV	
	Nº fondos	Nº gestoras	Nº SICAV	Nº gestoras
2002	—	—	1	1
2003	8	3	—	—
2004	5	4	—	—
2005	9	4	4	4
2006	29	14	28	13
2007	44	24	55	19
2008	85	32	37	15
2009	42	19	16	12
2010 ²	97	28	53	18
Total	319	70	194	42

Fuente: CNMV.

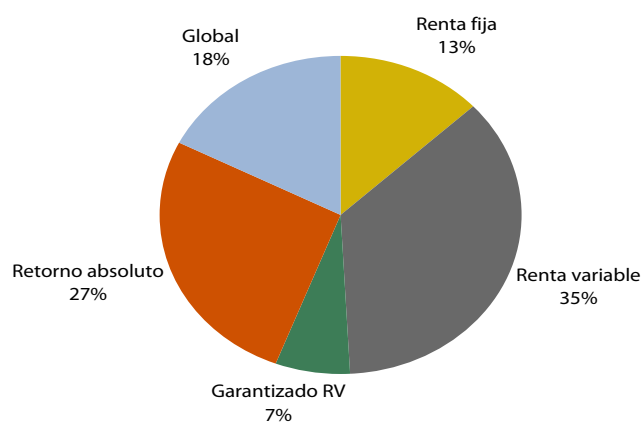
1 Año de inscripción del último folleto.

2 IIC registradas antes del 30/06/10 pero que tenían la clase de “fondos de fondos” a 31/07/10.

En la actualidad hay registradas 513 IIC con la clase de “fondos o sociedades de fondos”, de las que 194 son SICAV de vocación “global” y 319 son fondos de inversión. La distribución actual por vocaciones de estos últimos se recoge en el gráfico 2. Como se observa, las vocaciones predominantes son las de “renta variable” y “retorno absoluto”.

Distribución de los fondos de fondos según vocaciones

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV.

Cabe destacar que una gestora ha hecho pública su decisión de “enfocar su gestión en los activos en los que puede destacar: renta variable latinoamericana, española y europea (de grandes compañías); renta fija de esas mismas regiones y productos monetarios. El resto de las áreas de inversión las cubrirá con fondos de otras gestoras que destaquen en un activo determinado”. Esto podría incidir, a su vez, en la naturaleza de los nuevos fondos que se inscriban, dado que “estos planes pasan por reforzar su equipo de multigestión, el área de la gestora encargada de seleccionar los fondos de otras entidades y gestionar los productos que invierten en ellos”.

3 Entidades de capital-riesgo

3.1 Evolución durante el semestre

El número total de ECR inscritas a 30 de junio de 2010 ascendía a 332, cuatro más que en diciembre de 2009. Por un lado, se registraron seis nuevas sociedades (SCR) y cuatro nuevos fondos (FCR), igualando prácticamente el número de altas producido en cada uno de los dos semestres del año anterior. Por otro, se registraron cinco bajas, correspondientes a dos sociedades y tres fondos, en comparación con las once bajas registradas en 2009.

Altas y bajas en el registro en el primer semestre de 2010

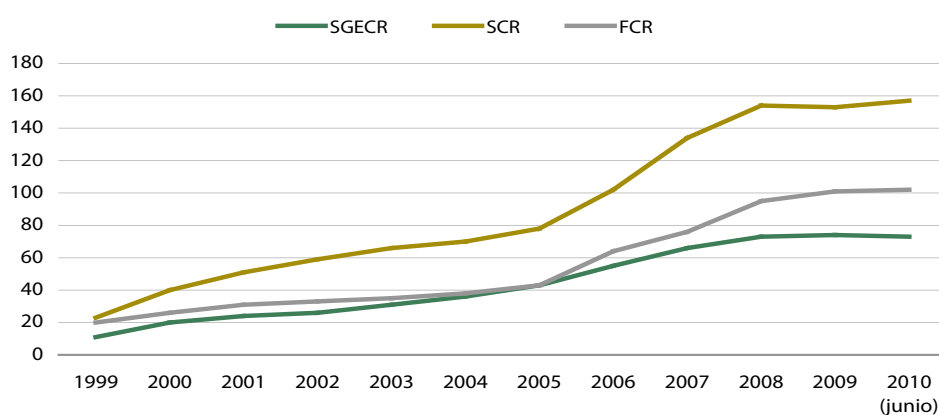
CUADRO 4

Tipo de entidad	Entidades registradas a 31/12/09	Altas	Bajas	Entidades registradas a 30/06/10
Total ECR	328	10	6	332
Sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo	74	0	1	73
Sociedades de capital-riesgo	153	6	2	157
Fondos de capital-riesgo	101	4	3	102

Fuente: CNMV.

Entidades de capital-riesgo registradas

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV.

Como se indica en el cuadro 4, no se inscribieron nuevas sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo (SGEGR). Sin embargo, en el próximo semestre se espera que puedan inscribirse, al menos, tres nuevas gestoras.

Todas las entidades de capital-riesgo inscritas en el primer semestre de 2010 se han acogido al régimen simplificado, que, en comparación con el régimen común, no exige la presentación de un folleto explicativo y supone una reducción del plazo de autorización.

En relación con los expedientes tramitados, un aspecto relevante ha sido la resolución de un mayor número de dispensas para el cumplimiento de coeficientes, en lí-

nea con la tendencia registrada durante el segundo semestre de 2009, que se explica, en gran parte, por las dificultades del sector para captar recursos y materializar inversiones, como consecuencia de la crisis financiera y económica, y por el importante aumento de ECR registradas entre 2005 y 2007, como se aprecia en el gráfico 3.

Cabe recordar que las nuevas entidades que no hayan conseguido materializar proyectos de inversión disponen de un plazo de tres años, desde su inscripción, para cumplir los coeficientes obligatorios de inversión. Es de destacar que, en un caso, se denegó la solicitud de dispensa a la entidad debido a que su coeficiente de inversión alcanzaba una cifra próxima al 20%, frente al 60% obligatorio.

3.2 Tendencias

Aumento de las inversiones en el sector de capital-riesgo.

Según las cifras preliminares de la Asociación de Entidades de Capital-Riesgo (AS-CRI), la inversión en capital-riesgo en España durante el primer semestre de 2010 alcanzó 1.091 millones de euros, lo que supone un incremento del 43% con respecto al mismo periodo del año anterior.

Estas nuevas inversiones se han producido, fundamentalmente, en operaciones de “capital expansión”, correspondiendo solamente el 25% del total invertido a “operaciones apalancadas”.

La disminución de las “operaciones apalancadas” se explica por la dificultad que están encontrando las firmas de capital-riesgo en la obtención de financiación para sus adquisiciones, por las condiciones y la garantía exigidas por las entidades financieras en la concesión de créditos. La situación actual ha cambiado significativamente con relación a lo ocurrido entre 2005 y 2008, periodo en el que las “operaciones apalancadas” superaban ampliamente el 50% del total invertido por los operadores.

La captación de fondos ha experimentado un crecimiento con respecto al ejercicio precedente, hasta los 1.110 millones de euros (361 millones en el primer semestre de 2009). Esta tendencia también se ha producido en otros países europeos, según se pone de manifiesto en los últimos datos de la EVCA (European Private Equity & Venture Capital Association), que constatan un aumento del 60% de los fondos de capital-riesgo obtenidos por los operadores europeos en los primeros cuatro meses del 2010 con respecto al último cuatrimestre del año 2009.

Concentración de las inversiones por tipo de empresa y sector de actividad

Las nuevas ECR registradas en la CNMV en el primer semestre de 2010 invierten, fundamentalmente, en pequeñas y medianas empresas y en fases iniciales, sin que se hayan inscrito entidades centradas en grandes operaciones o en operaciones apalancadas.

En un 40% de los casos, la política de inversión se centra en el sector de la energía solar fotovoltaica. Respecto a la distribución geográfica de las inversiones, tres de los diez proyectos nuevos se dirigen a inversiones en determinadas regiones o comarcas, como la Comunidad de Madrid o el municipio de Gijón, mientras que el resto tiene menor relevancia territorial.

En cuanto a las ampliaciones de patrimonio o de capital en fondos y sociedades de capital-riesgo, respectivamente, destaca una aportación por un importe de 300 millones de euros, que se enmarca dentro del Fondo de Economía Sostenible aprobado por el Gobierno de España.

Dificultades de financiación

Otro aspecto a destacar son las dificultades financieras que están atravesando varias compañías participadas tanto por FCR como por fondos no registrados en la CNMV, como consecuencia de sus elevados niveles de apalancamiento.

En algunos casos, el elevado nivel de deuda ha llevado a que las entidades acreedoras tomen el control accionario de algunas participadas, o bien a que los bancos, que financiaron las adquisiciones, hayan exigido la aportación de garantías adicionales por parte de las entidades de capital-riesgo, para posibilitar la refinanciación de las operaciones.

Inversión en empresas cotizadas no financieras

En el primer semestre de 2010 se registró la primera operación en el mercado español realizada al amparo de la previsión contenida en el artículo 2 de la Ley 25/2005, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras, que establece, como objeto de actividad, la inversión en el capital de empresas no financieras que coticen en el primer mercado de bolsas de valores, siempre y cuando tales empresas queden excluidas de la cotización dentro de los doce meses siguientes a la toma de participación.

3.3 Perspectivas

Las perspectivas del sector de capital-riesgo para el futuro próximo están marcadas por la incertidumbre que persiste en el sistema financiero internacional y que se pueden concretar en los siguientes aspectos:

Las perspectivas económicas seguirán condicionando la inversión

Existe apetito inversor entre los operadores del sector por la importante liquidez existente en el mercado procedente de fondos obtenidos en años anteriores y que aún no han sido invertidos. Sin embargo, también existe una importante aversión al riesgo en la toma de participaciones por parte de las firmas de capital-riesgo, que se deriva de las perspectivas económicas para los próximos meses.

Mayor divergencia entre los precios de compra y venta

Las operaciones que se habrán cerrado a lo largo de 2010 se caracterizarán por unos niveles de deuda sensiblemente inferiores con respecto a las operaciones que se cerraron en los años 2006 y 2007, aportando los inversores de capital-riesgo una mayor proporción de fondos propios sobre el total de la operación y que, en ningún caso, serán inferiores al 50%. Esto podría implicar, *ceteris paribus*, una reducción de la rentabilidad financiera que se obtendría en la venta posterior, por lo que los compradores buscarán oportunidades en operaciones a precios sensiblemente inferiores a los pagados en años anteriores.

Los transmisores de las empresas a las ECR, por su parte, no están dispuestos a realizar operaciones a los precios actuales (múltiplos de compra en el entorno de siete

veces el EBITDA), lo que explica que no se cierren operaciones debido a las divergencias de precios entre compradores y vendedores.

Dificultades para desinvertir a través del mercado

Los fondos vendedores se están encontrando con dificultades en los mercados para la realización de ofertas públicas de venta que permitan la desinversión, habiéndose frustrado algunas operaciones durante los últimos meses. En este sentido, no parece que la situación descrita pueda mejorar en lo que resta de 2010.

Aparición de fondos oportunistas

Por último, se podrán realizar operaciones en compañías en dificultades participadas por los operadores de capital-riesgo mediante la entrada de fondos oportunistas. Estos fondos adquieren compañías en dificultades con descuentos importantes y tratan de reestructurarlas operativa y financieramente.

4 Empresas de servicios de inversión (excepto EAFI)

4.1 Evolución durante el semestre

Como se aprecia en el cuadro 5, el primer semestre del ejercicio 2010 ha sido significativamente más activo que el anterior, siendo el número de altas y de bajas en este periodo superior al de todo el ejercicio 2009. Como viene siendo habitual durante los últimos años, las bajas han predominado sobre las altas, aunque este patrón no es homogéneo para los distintos tipos de entidades, como se aprecia en el gráfico 4.

Altas y bajas de ESI registradas en el primer semestre de 2010

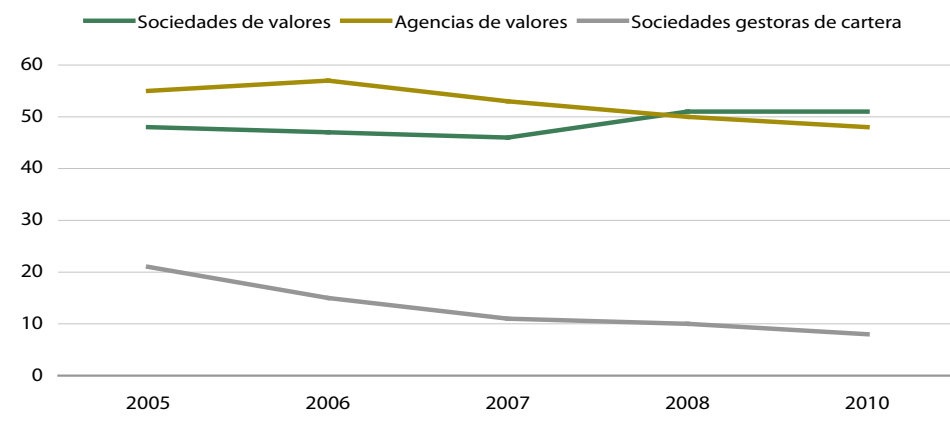
CUADRO 5

		Nº entidades inicial	Altas	Bajas	Nº entidades final
2009 (ejercicio completo)	SV	51	0	1	50
	AV	50	4	4	50
	SGC	10	0	1	9
	Total	111	4	6	109
2010 (primer semestre)	SV	50	2	1	51
	AV	50	5	7	48
	SGC	9	0	1	8
	Total	109	7	9	107

Fuente: CNMV.

Evolución del número de AV, SV y SGC registradas

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV.

En la actualidad, la agencia de valores (AV) es la figura más demandada por los promotores interesados en la creación de empresas de servicios de inversión, debido, principalmente, a la presencia entre ellos de profesionales independientes procedentes de las entidades financieras que, en su momento, se vieron afectados por los ajustes de empleo en dicho sector. Frente a la sociedad de valores (SV), la AV impone menores requisitos de capital y puede realizar prácticamente los mismos servicios de inversión y auxiliares a terceros que una SV. No obstante, muchas AV acaban transformándose en SV para conseguir un estatus superior y ampliar sus actividades, entre otros, al ámbito de la cuenta propia, o son absorbidas por las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) del grupo al que pertenecen, ya que estas entidades están habilitadas para realizar algunas de las actividades permitidas a las AV.

En cuanto a las causas de las nueve bajas de ESI que se produjeron en el primer semestre de 2010, en tres casos se correspondieron a entidades orientadas al sector de la banca privada, que se ha visto afectado por la reducción de sus volúmenes de negocio; en otros tres casos, a entidades que se transformaron en otro tipo de ESI o SGIIC; en dos casos por haberse integrado sus negocios en otras entidades de su mismo grupo; y en un caso por el traslado de la plataforma de su mercado de renta fija a Londres.

Por otra parte, el sector de sociedades gestoras de cartera (SGC) mantiene su estabilidad y parece haber alcanzado un nivel de desarrollo adecuado para las necesidades del mercado. El único movimiento registrado en este sector en el primer semestre de 2010 consistió en una baja por transformación en SGIIC, para poder ofrecer a sus clientes un catálogo de servicios de inversión más amplio.

En cuanto a las ESI extranjeras que operan en España, su número se ha incrementado en un 6%, continuando con el crecimiento observado en el ejercicio anterior (en el que crecieron un 8%). Destaca el aumento de un 11% en el número de entidades que prestan servicios mediante establecimiento permanente o sucursal (SU), frente a la reducción del 3% del ejercicio anterior. No obstante, la libre prestación de servicios (LP) sigue concentrando la mayor parte de la operativa de estas ESI, como se aprecia en el cuadro 6.

Número agregado de ESI extranjeras que prestan servicios de inversión en España

CUADRO 6

	2009	2010 (junio)
En régimen de libre prestación de servicios	1.910	2.021
Mediante sucursal	36	40
Total	1.946	2.061

Fuente: CNMV.

Los países con más presencia, tanto en libre prestación como mediante sucursales, siguen siendo Reino Unido, Holanda, Francia e Irlanda. Cabe destacar que sigue percibiéndose el interés de los países del este de Europa por el mercado español.

El efecto impulsor de la MiFID sobre el número de pasaportes solicitados parece agotarse y el número de solicitudes está volviendo a niveles similares a los existentes antes de la entrada en vigor de esa norma. Asimismo, cabe destacar el escaso uso de la figura del “agente vinculado” (establecido en el país de origen de la ESI, en el país de destino –España– o en un tercer país) para la prestación de servicios de inversión.

4.2 Tendencias

Incidencia de la crisis económica y de la evolución de los mercados

El descenso de la actividad en los mercados tiene una influencia negativa notable sobre los resultados del sector. La difícil situación de los mercados desde el inicio de la crisis financiera ha afectado de manera especial a las entidades de creación reciente. Así, la mayoría de las bajas que se han producido entre las AV en este periodo sin comportar una transformación de la entidad en otro tipo de ESI, corresponden a entidades que se han autorizado e inscrito en el registro de la CNMV en el periodo comprendido entre febrero de 2008 y febrero de 2010.

Una de las características destacables de este primer semestre, que es consecuencia directa de la situación financiera que están atravesando las ESI nacionales, es que el 47% de las inscripciones en el registro de modificaciones de estatutos realizadas han estado relacionadas con operaciones de capitalización.

Efectos de la reestructuración del sector financiero

La reestructuración del sector financiero está teniendo un impacto significativo en las ESI. Así, la mayoría de las entidades que se han dado de baja en el registro de ESI en el primer semestre de 2010 estaban participadas por entidades financieras. Igualmente, cabe reseñar un cambio de control producido como consecuencia de la fusión de varias cajas de ahorro.

En su caso, las entidades suizas están modificando su forma de entrada en el mercado español, sustituyendo la constitución de nuevas entidades por la adquisición de participaciones en entidades ya constituidas. En algunos casos, estas adquisiciones se realizan con pactos internos con el objetivo de aumentar la participación paulatinamente.

Por otra parte, en años anteriores, algunos grupos financieros bancarios, nacionales o extranjeros, abandonaron paulatinamente el sector de ESI, traspasando el negocio

a otras entidades de sus grupos o, en el caso de entidades extranjeras, a la sucursal correspondiente (fenómeno que se ha denominado alguna vez “sucursalización”).

Por último, los grupos financieros aseguradores no han realizado movimientos en este ejercicio, después de concentrar la mayor parte de las bajas de ESI participadas por ellos en el ejercicio 2009.

Optimización del negocio

A diferencia de ejercicios anteriores, en los que las ESI modificaban sus programa de actividades para adaptarlos a la nueva redacción de la Ley del Mercado de Valores (como consecuencia de la incorporación al ordenamiento jurídico español de la MiFID) y añadían a los mismos otros servicios como el asesoramiento o la elaboración de informes de inversiones, en el primer semestre de 2010 son muy pocas las entidades que han ampliado sus programas de actividades para incorporar nuevos servicios. Así, las principales modificaciones realizadas han estado relacionadas con la ampliación de los instrumentos sobre los que las ESI prestan los servicios de inversión, para diversificar el negocio actual sin alterar significativamente su estructura de costes.

Escasa actividad transfronteriza de las ESI nacionales

España sigue siendo un país importador de pasaportes comunitarios: las ESI nacionales tienen poca representación a nivel europeo, tanto en régimen de libre prestación de servicios como mediante establecimiento permanente.

Se mantiene la estabilidad en la prestación de servicios a través de sucursal y se produce un crecimiento moderado, y similar a ejercicios anteriores, en la emisión de pasaportes en régimen de libre prestación de servicios: se han emitido 22 nuevos pasaportes para ocho ESI, de las que dos son ESI inscritas en este primer semestre de 2010 (véase el cuadro 7).

Número de ESI españolas con pasaporte europeo

CUADRO 7

	2009	2010 (junio)
En régimen de libre prestación	37	36
Mediante sucursal	3	3
Total	40	39

Fuente: CNMV.

No existen cambios en los destinos preferidos por las ESI nacionales para prestar los servicios de inversión y auxiliares contenidos en sus programas de actividades: Reino Unido, Portugal, Alemania y Francia.

4.3 Perspectivas

ESI nacionales

Considerando los proyectos previstos, las autorizaciones ya otorgadas y las bajas esperadas, no se prevén cambios en la tendencia decreciente de los últimos ejercicios en la evolución del número de ESI. La figura más dinámica, tanto desde el punto de vista de las altas como de las bajas, sigue siendo la AV.

La prestación de servicios fuera del territorio nacional sigue siendo poco significativa y no se espera un cambio en esta tendencia. Por otro lado se espera que continúen produciéndose movimientos internos en los grupos de ESI para trasladar la actividad de la ESI a alguna entidad del grupo habilitada para prestar servicios de inversión, principalmente SGIIC, y para transformarse en entidades con mayor capacidad operativa dentro del sector.

Es previsible que en el segundo semestre de 2010 el proceso de reestructuración de las cajas de ahorro españolas afecte al accionariado y, tal vez, también al negocio de las ESI nacionales. Actualmente, hay 15 ESI participadas por cajas de ahorro nacionales.

ESI extranjeras

El número de ESI extranjeras de países pertenecientes al Espacio Económico Europeo (EEE) inscritas ha mantenido una tendencia creciente en los últimos ejercicios, especialmente intensa en los ejercicios siguientes a la entrada en vigor de la MiFID. No obstante, se estima que en el ejercicio de 2010 y siguientes el crecimiento será más moderado.

Reino Unido, seguido de Holanda, Francia e Irlanda, siguen siendo los países con mayor interés por nuestro mercado y no se esperan cambios importantes en este sentido.

Las ESI extranjeras seguirán prestando, principalmente, servicios de inversión en nuestro país en régimen de libre prestación de servicios.

La figura del agente vinculado, tanto en el país de origen como en el de destino, no parece despuntar de momento, ni para las ESI extranjeras ni para las ESI nacionales.

5 Empresas de asesoramiento financiero

5.1 Evolución durante el semestre

Hasta el 30 de junio de 2010 se han presentado 132 solicitudes para constituirse como EAFI, de las que 43 corresponden a personas físicas y 89 a personas jurídicas.

Del total de solicitudes, 109 fueron presentadas en el ejercicio 2009 y 23 en 2010. Si bien aparentemente se ha reducido de forma significativa el número de solicitudes presentadas, hay que tener en cuenta la elevada concentración de solicitudes (40) antes del 17 de febrero de 2009, fin del periodo transitorio establecido en el Real Decreto 217/2008².

De las 132 solicitudes presentadas para constituirse en EAFI, se han resuelto 75. De ellas, el 61% de los casos se resolvieron favorablemente, con autorización para la prestación del servicio. El resto de las solicitudes se resolvieron mediante la denegación de esa autorización (23%) o con el desistimiento por parte del interesado (16%).

2 De 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

Las denegaciones se deben al no cumplimiento de los requisitos para constituirse como EAFI o por entenderse que el interesado desiste de la tramitación del expediente ante la falta de respuesta a los requerimientos informativos de la CNMV.

Las denegaciones por no cumplir los requisitos para constituirse como EAFI tienen como motivos más frecuentes (i) la falta de conocimientos y experiencia adecuados de los administradores, (ii) la existencia de conflictos de interés, al ser el candidato agente de una entidad financiera; y (iii) la falta de transparencia en la estructura del grupo al que, en su caso, pertenezca la entidad, que podría provocar, por un lado, la existencia de graves dificultades para su inspección y, por otro, la posibilidad de que la entidad quede expuesta de forma inapropiada al riesgo de las actividades no financieras de sus promotores.

5.2 Perspectivas

El número de solicitudes de inscripción de EAFI podría aumentar considerablemente en función de la evolución y el afianzamiento de la figura del asesor dentro del sector financiero.

No se puede prever que se produzcan bajas, si bien algunas entidades muestran su inquietud acerca del futuro de la figura de asesor financiero, de su viabilidad económica y su aceptación por parte de los clientes. A este respecto cabe indicar que algunas de estas entidades autorizadas tenían, previamente a su inscripción como EAFI, relaciones de agencia con alguna entidad de crédito o ESI, relación que debieron cancelar con carácter previo a la inscripción de la EAFI (al ser la figura de EAFI incompatible con la de agente), por lo que, dependiendo de la viabilidad económica y la aceptación de la figura por los clientes, podrían solicitar su baja como EAFI y volver a su condición previa de agente.

6 Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva

6.1 Evolución durante el semestre

A 30 de junio de 2010 figuraban inscritas en el registro de la CNMV 124 SGIIC nacionales, cuatro más que a cierre de 2009. Como muestra el gráfico 5, después de casi tres años de estancamiento, el número de SGIIC inscritas en el registro de la CNMV recupera la tendencia creciente que se inició en el año 2005.

Altas y bajas de SGIIC durante el primer semestre de 2010

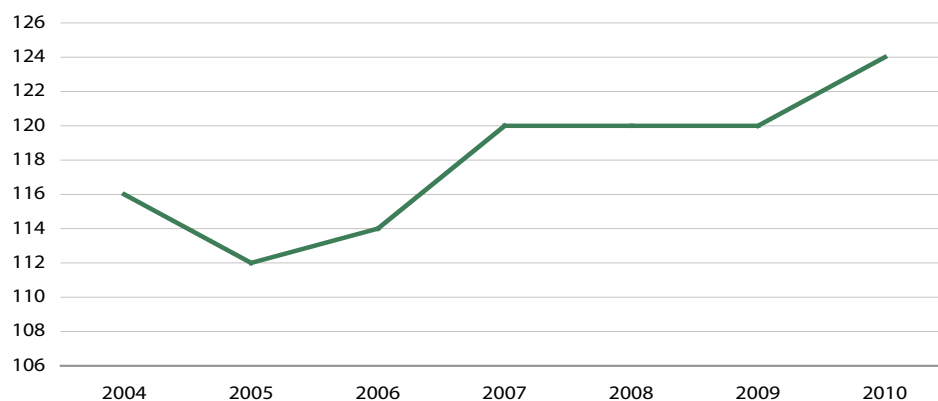
CUADRO 8

	Nº entidades inicial	Altas	Bajas	Nº entidades final
2009	120	2	2	120
2010 (junio)	120	4	0	124

Fuente: CNMV.

Número de SGIIC registradas

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV.

En relación con la actuación transfronteriza, siete SGIIC españolas han comunicado la libre prestación de servicios en Portugal, Luxemburgo, Francia, Irlanda, Bélgica y Estados Unidos durante el primer semestre de 2010. Teniendo en cuenta que tres de ellas ya prestaban servicios en terceros países, el número agregado de SGIIC españolas que prestaban servicios fuera de España a 30 de junio de 2010 ascendía a 32 (véase el cuadro 9)

Número de SGIIC que prestan servicios fuera de España

CUADRO 9

	2009	2010 (junio)
En régimen de libre prestación	28	32
Mediante sucursal	0	0
Total	28	32

Fuente: CNMV.

De acuerdo al número agregado de pasaportes emitidos por país de destino, a 30 de junio de 2010, éstos han sido casi siempre (un 89% de los casos) del EEE, y dentro de ellos ha sido Luxemburgo al que se ha dirigido un mayor número de SGIIC españolas (22), seguido de Irlanda (once), Portugal (seis) y Reino Unido (cuatro). Los territorios no pertenecientes al EEE en los que prestan servicios cuatro SGIIC españolas son: Andorra, Corea del Sur, Islas Vírgenes Británicas, Suiza, Islas Caimán y Estados Unidos.

Respecto a las SGIIC extranjeras que prestan servicio en España, en el primer semestre de 2010 se ha incrementado en ocho el número de entidades registradas, después de la inscripción de ocho entidades procedentes de Francia y una de Alemania, y la baja de una entidad procedente de Francia. De las 35 entidades registradas, 20 proceden de Francia, ocho de Luxemburgo, tres de Bélgica y las cuatro restantes de Suecia, Reino Unido, Noruega y Alemania.

Finalmente, cabe reseñar que durante el primer semestre de 2010 se han registrado diez ampliaciones del programa de actividades, cuyo detalle se ofrece en el cuadro 10.

	2009	2010 (junio)
Gestión de FI y SICAV	2	1
Gestión de inversión libre	2	3
Gestión de carteras y/o asesoramiento	6	3
Comercialización	6	2
Gestión de capital-riesgo	1	1

Fuente: CNMV.

6.2 Perspectivas

Altas y bajas previstas

En los próximos meses está prevista la tramitación de expedientes motivados por el intento de adaptación de las entidades registradas a las últimas novedades normativas o como respuesta a las expectativas de evolución del mercado inmobiliario.

En este sentido, se espera que durante los próximos meses se tramiten expedientes de constitución de SGIIC de entidades nacionales y extranjeras especializadas en la gestión de patrimonios inmobiliarios.

Asimismo, cabe destacar la transformación de una AV en una SGIIC para poder asumir, además de la gestión de SICAV, la gestión de fondos de inversión, y no se descarta que, por el mismo motivo, otras empresas de servicios de inversión puedan acordar igualmente su transformación en SGIIC.

Efectos de la reestructuración del sector de cajas de ahorro

Como se expuso en los apartados de IIC y ESI, el proceso de reestructuración que está experimentando el sector de cajas de ahorro en España, mediante la fusión mercantil o “fría” de varias de ellas, se ha traducido en el cambio de control en algunas SGIIC.

Se espera que a corto y medio plazo continúe este proceso al menos entre siete de las 24 SGIIC participadas por cajas de ahorro.

El calendario de reestructuración de las SGIIC va a depender principalmente de la maduración de los procesos de integración de las fusiones mercantiles o “frías” iniciados por las distintas cajas de ahorro.

Delegación de funciones

La Circular 6/09, de la CNMV, sobre control interno de las SGIIC y las sociedades de inversión, establece que las SGIIC deberán contar con unidades que garanticen el cumplimiento de las funciones de gestión de riesgos, el cumplimiento normativo y la auditoría interna, pudiendo recurrir a la delegación de las mismas siempre que se cumplan determinados requisitos. Las SGIIC disponían hasta el 31 de diciembre de 2010 para adaptar su estructura organizativa a lo dispuesto en la Circular 6/09, de la CNMV.

Como consecuencia de lo anterior, varias SGIIC han manifestado su intención de delegar alguna de las funciones previamente citadas en proveedores externos o en departamentos o entidades del grupo al que pertenecen, siendo previsible que bas-

tantes más entidades se acojan a esta opción. Por lo tanto, se espera cierta actividad en este ámbito durante los próximos meses para las SGIIC.

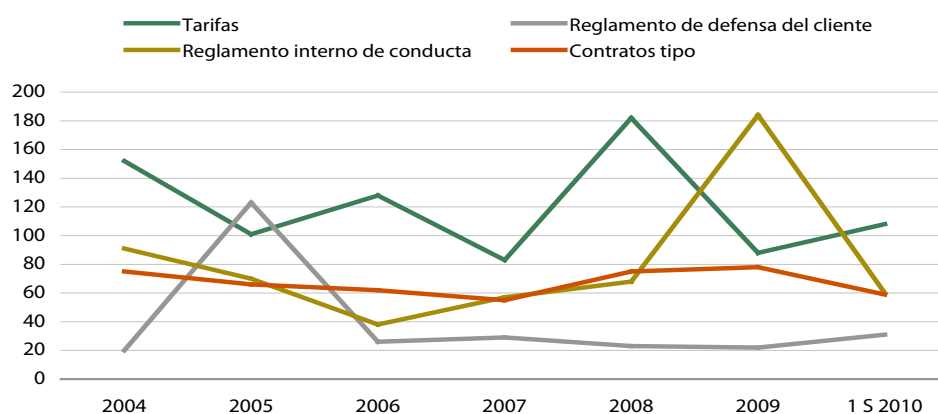
7 Documentos exigidos por las normas de conducta

7.1 Evolución durante el semestre

Como suele ser habitual, los expedientes relativos a la comunicación de tarifas han acaparado una parte sustancial del movimiento registral relacionado con los documentos exigidos por las normas de conducta. Respecto al segundo semestre de 2009 cabe destacar, sobre todo, el descenso en el registro de reglamentos internos de conducta, cuyo aumento durante el pasado año estuvo motivado, fundamentalmente, por la constitución de EAFI (véase el gráfico 6).

Expedientes relativos a documentos exigidos por las normas de conducta

GRÁFICO 6



Fuente: CNMV.

7.2 Tendencias

Reglamento Interno de Conducta

En el primer semestre de 2010 se finalizó el modelo de reglamento interno de conducta de INVERCO, y se empezó a recibir comunicaciones de las SGIIC manifestando su adhesión al modelo.

Contratos tipo

La Orden EHA/ 1665/2010³ ha eliminado el control previo por parte de la CNMV de los contratos tipo. Por ello, a partir de su entrada en vigor, el 24 de junio, se han dejado de tramitar expedientes relativos a contratos tipo.

3 Orden EHA/ 1665/2010 de 11 de junio, por la que se desarrollan los artículos 71 y 76 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión en materia de tarifas y contratos-tipo. (BOE de 23 de junio).

Documentos relativos a tarifas

Se ha producido un incremento significativo debido a que muchas entidades de crédito han presentado modificaciones al alza en algunos conceptos de sus tarifas, especialmente las referidas a intermediación.

Asimismo, la citada Orden EHA/1665/2010 atribuye a la CNMV la revisión y registro de las tarifas correspondientes a operaciones del mercado de Deuda Pública Anotada de ESI y EC. Una vez coordinadas con el Banco de España (BdE) las actuaciones necesarias para poner en práctica lo previsto en la Orden, el 26 de julio se procedió a trasladar los registros del BdE correspondientes a esta materia, que quedaron incorporadas a los registros públicos de la CNMV el 2 de agosto.

7.3 Perspectivas

La Orden EHA/1995/2100, de 11 de junio, habilita a la CNMV para establecer el folleto informativo de tarifas.

En este sentido y para cumplir con el objetivo de establecer la presentación de los folletos de tarifas en formato electrónico, mejorar la formulación de los gastos y comisiones que las entidades aplican a las distintas operaciones de sus clientes y facilitar a los inversores la comparación, en estos momentos se está preparando el primer borrador de Circular.

Este procedimiento de tramitación agilizará sin duda la resolución de los expedientes sobre folletos de tarifas, si bien, en un primer momento, una vez publicada la Circular aumentará el número de folletos presentados, ya que todas las entidades deberán enviar sus folletos de tarifas por esta vía.

8 Conclusiones

Durante la primera mitad de 2010, el patrimonio de los fondos de inversión en España ha descendido un 9,25% con respecto al de finales de 2009. En relación con la naturaleza de los productos inscritos en la CNMV, cabe señalar el elevado peso que siguen manteniendo los productos de gestión conservadora, a pesar de que su importancia relativa ha retrocedido ligeramente en relación a periodos anteriores.

Por otro lado, se ha reducido el número de fusiones de fondos, principalmente por haberse culminado los planes de reordenación de las carteras de algunas entidades gestoras, si bien ha aumentado el número de fusiones entre SICAV y las denominadas “fusiones mixtas” (entre fondos de inversión y SICAV). La principal motivación de estas fusiones sigue siendo el logro de mayores volúmenes de patrimonio y número de partícipes en los fondos resultantes, al objeto de superar los mínimos exigidos por la norma.

A medio plazo se espera que aumente el número de fusiones entre instituciones de inversión colectiva (IIC), según se vayan consumando, a su vez, las fusiones de las cajas de ahorro; aumente el número de fondos de inversión con “clases”, como resultado de la segmentación de la comercialización por tipos de clientes, y se presente una mayor especialización geográfica de la gestión de IIC, ya sea mediante la delegación

de la gestión en gestoras locales o, lo que podría ser más habitual, el mayor recurso a la figura de los “fondos de fondos”.

Asimismo, cabe señalar que durante el primer semestre de 2010 ha aumentado considerablemente el número de IIC extranjeras registradas para su comercialización en España, destacando el elevado número de nuevos fondos cotizados (ETF) inscritos. También merece una mención especial la reducción significativa en el número de SICAV domiciliadas en el País Vasco, como efecto de la supresión del tratamiento fiscal favorable específico para este tipo de entidades.

A pesar de la notable reducción en el volumen de patrimonio gestionado, el número de sociedades gestoras de IIC (SGIIC) ha aumentado desde 2005 hasta alcanzar 124 inscritas en los registros de la CNMV a 30 de junio de 2010. Las últimas solicitudes de inscripción de SGIIC obedecen, principalmente, a cuestiones regulatorias, como la reordenación de las actividades en los grupos de entidades financieras o la creación de SGIIC para ubicar separadamente el negocio de las SICAV o de las entidades de inversión libre. A corto plazo, se estima que el proceso de concentración se puede acelerar si, por efecto de la crisis del sector, el patrimonio gestionado no se recupera. Asimismo, el proceso de concentración de las cajas de ahorro también afectará previsiblemente al sector de las SGIIC en su conjunto, pudiendo provocar un elevado número de bajas y/o fusiones entre ellas.

En cuanto al capital-riesgo, el sector muestra señales de recuperación, de modo que en España este tipo de inversiones han aumentado un 43% en el primer semestre de 2010 con respecto al mismo periodo de 2009. Las nuevas entidades de capital-riesgo inscritas tienen como objeto de inversión, por lo general, las pequeñas y medianas empresas, con fuerte presencia en el sector de la energía fotovoltaica y un menor recurso a operaciones apalancadas que en los años anteriores. A corto plazo se espera un aumento en el número de operaciones, dada la mejora en las condiciones de liquidez en el sector.

En el ámbito de las empresas de servicios de inversión (ESI), no se aprecian cambios en la tendencia observada en los últimos años de descenso en el número de estas sociedades registradas en la CNMV. Las fusiones entre ESI, así como aquéllas emprendidas por las cajas de ahorro, pueden acelerar el actual proceso de reducción del número de ESI. Por otro lado, la crisis financiera, que ha provocado la salida de un importante número de profesionales de las grandes instituciones, y, en particular, la crisis específica del segmento de negocio de banca privada y cliente institucional hacen que exista un alto número de proyectos de nuevas entidades (especialmente, agencias de valores, AV) promovidas por personas independientes, no vinculadas a grupos financieros. En este sentido, la nueva regulación aplicable a las ESI ha permitido la constitución de AV con menores requisitos de capital, siempre que limiten su actividad a la realización del servicio de inversión consistente en la recepción y transmisión de órdenes de clientes, sin mantener fondos o instrumentos financieros que pertenezcan a sus clientes. En la actualidad, sólo existe una entidad inscrita con un capital inferior a 300 mil euros.

Por otro lado, la solicitud de pasaporte por parte de las ESI españolas es poco significativa en comparación con las ESI extranjeras que tienen tamaños equivalentes a las ESI españolas y que han comunicado su actuación en España. Reino Unido, Holanda, Francia e Irlanda acaparan la mayor presencia extranjera en España y su forma más habitual es mediante la libre prestación de servicios.

En relación a las empresas de asesoramiento financiero (EAFI), hasta el 30 de junio de 2010 se presentaron 132 solicitudes de registro de nuevas entidades, de las que un 35% se resolvieron favorablemente; en un 9% de los casos se denegó la autorización; los solicitantes desistieron en un 13%; y el resto, a esa fecha, aún estaban en trámite. Por tanto no se han confirmado las perspectivas, formuladas por varias asociaciones profesionales, de presentación de un elevado número de solicitudes de inscripción de EAFI en los registros de la CNMV.

La implementación de la Directiva de Folletos: Prácticas de verificación en la Unión Europea

Francisco Blázquez Bautista y Juan Munguira González (*)

* Francisco Blázquez pertenece al Departamento de Mercados Primarios y Juan Munguira al Departamento de Relaciones Internacionales de la CNMV.

1 Introducción

Los mercados financieros han experimentado una profunda transformación durante los últimos veinte años, impulsada por la liberalización de los movimientos de capital y la innovación tecnológica. La internacionalización de los mercados y la progresiva desaparición de las barreras entre las actividades sectoriales del sistema financiero han puesto de manifiesto la necesidad de incentivar las buenas prácticas corporativas y supervisoras por sus efectos positivos sobre la confianza de los inversores y la estabilidad del sistema financiero en su conjunto.

En el ámbito de la Unión Europea (UE), esta necesidad fue asumida, a principios del presente siglo, por el Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), que contemplaba un amplio conjunto de medidas dirigidas a impulsar el mercado único de servicios financieros. Así se puso de manifiesto en las directivas elaboradas para regular el mercado único en los mercados de valores e instrumentos financieros, entre las que cabe destacar, por su importancia, la Directiva 2003/71/CE, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores (Directiva de Folletos); la Directiva 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID); la Directiva 2004/109/CE, 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 sobre Transparencia); y la Directiva 2007/36, sobre el ejercicio de determinados derechos de las sociedades cotizadas (Directiva sobre derechos de los accionistas).

La nueva corriente normativa que inspira estas directivas tiene dos puntos de referencia básicos: la protección de los inversores y el incremento de la transparencia informativa. Con estos objetivos, las nuevas directivas han dado lugar a una ampliación del perímetro de protección de los inversores, especialmente de los minoristas, a través de nuevas normas sobre información de los emisores en los mercados primarios y secundarios, transparencia de la negociación en los mercados secundarios y reglas de conducta para los intermediarios en materia de ejecución de órdenes (principio de mejor ejecución) y adecuación entre comercialización y asesoramiento sobre instrumentos financieros y características de los clientes.

El presente artículo se centra en la Directiva de Folletos, una pieza esencial de la regulación europea de los mercados financieros, que se ocupa de la información que deben facilitar al mercado los emisores o, de manera más general, los oferentes de valores en los procesos de comercialización (emisiones y ofertas públicas de venta de valores). La información a difundir se recoge en el folleto informativo, un instrumento cuya estructura y contenido están delimitados en la Directiva y en el Reglamento 809/2004 de la Comisión Europea, de 29 de abril de 2004, relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, en cuanto a la información contenida en los folletos así como al formato, incorporación por referencia, publicación de folletos y difusión de publicidad (Reglamento

de Folletos). La armonización de los folletos facilita la aplicación del régimen de reconocimiento mutuo en esta materia por parte de los Estados Miembros, lo que ha permitido el establecimiento de un auténtico pasaporte comunitario para los emisores y oferentes de valores que adaptan sus procesos de emisión y comercialización a las condiciones establecidas por esta Directiva. De este modo, la Directiva no sólo ha introducido un sólido elemento común de protección de los inversores en los mercados primarios europeos, sino que también ha contribuido a una mayor integración de éstos, facilitando la captación de recursos por parte de las empresas más allá de las fronteras nacionales.

No obstante, para alcanzar un eficiente funcionamiento del sistema de pasaporte comunitario se requiere, además, un alto grado de convergencia en los procesos de revisión de los folletos que se llevan a cabo en las distintas autoridades competentes europeas.

Por otro lado, la Directiva pretende lograr una mayor homogeneización de los folletos para que los inversores, a partir de un alto grado de comparabilidad entre las distintas alternativas, puedan tomar sus decisiones de inversión debidamente informados. La existencia de ciertas diferencias en lo que se refiere a los métodos de control de la información contenida en los folletos puede perjudicar dicho objetivo, puesto que limita la comparabilidad de los mismos.

Estas diferencias pueden eliminarse mediante la armonización de las prácticas que las distintas autoridades competentes llevan a cabo durante el proceso de verificación del folleto para garantizar que la información proporcionada a los tenedores de valores sea suficiente y lo más objetiva posible, independientemente de cual sea el Estado Miembro de origen donde el folleto se ha registrado. En este contexto, el presente artículo analiza el sistema de pasaporte comunitario y revisa los principales controles que se realizan en las diferentes jurisdicciones en el proceso de verificación de los folletos.

El resto del artículo se organiza como sigue: en la sección 2 se analizan las características que deben tener los folletos informativos y se explica el sistema de pasaporte comunitario; en la sección 3 se describe el número de folletos aprobados y pasaportados por las distintas autoridades competentes existentes en la Unión Europea en 2009; en la sección 4 se presentan las principales medidas armonizadoras que, en el seno de CESR, se han llevado a cabo tras la implementación de la Directiva de Folletos; en la sección 5 se describen los distintos controles existentes en el proceso de verificación de los folletos informativos; finalmente, en la sección 6 se recogen las principales conclusiones.

2 Características del folleto y del pasaporte comunitario en la Directiva de Folletos

El sistema de protección a los inversores en el mercado primario de valores se basa en dos principios: por un lado, el de la plena transparencia informativa (*full disclosure*) y, por el otro, el del control de la información que proporcionan los emisores por medio de un sistema de verificación y registro por parte de los supervisores, el cual debe asegurar la existencia de información suficiente a disposición de los inversores. Dicho de otra manera, el folleto informativo no sólo integra positivamente la relación

jurídica entre el emisor/oferente y el suscriptor/adquirente, sino que también lo hace negativamente, al no ser oponible por el emisor/oferente lo que no conste específicamente dentro del mismo.

Con todo, la función más importante que desempeña el folleto es la de informar al inversor, cumpliendo también la función de recoger las condiciones del negocio jurídico que se proyecta realizar. Otra función del folleto informativo se refiere a la síntesis y estandarización de la información, lo cual debería inducir a la racionalización y simplificación de la información contenida en el mismo.

La transparencia informativa es una de las principales vías de tutela con que cuenta en la actualidad el inversor. En el sistema de plena transparencia consagrado por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, al folleto informativo se le atribuye un especial carácter tuitivo, dado que es un instrumento que sirve para dar publicidad a las emisiones y a las ofertas públicas o de suscripción de valores. La divulgación de información exacta, completa y puntual sobre los emisores de valores fomenta la confianza continua y permite una evaluación informada de su rendimiento y sus activos, mejorando la protección de los inversores y el incremento de la transparencia.

La Directiva de Folletos ha supuesto un cambio trascendental en el funcionamiento y organización de los mercados de valores de la Unión Europea, ya que con ella se pretende alcanzar un alto grado de homogeneización del folleto informativo relativo a las ofertas públicas y admisiones a cotización de valores en mercados regulados, como característica imprescindible para asegurar la efectividad del pasaporte comunitario del folleto y la obtención de un mercado integrado y altamente competitivo, sin menoscabo de la seguridad jurídica necesaria para garantizar la confianza de los participantes en el mercado.

El objetivo que se persigue con la Directiva es que la información contenida en el folleto permita al inversor tomar sus decisiones debidamente informado, puesto que dicha información debe reflejar adecuadamente todas las circunstancias relevantes del emisor y los derechos inherentes a los valores. En este sentido, la información tiene que ser suficiente y objetiva, debiendo facilitarse de manera analizable y comprensible. La información debe proporcionar una protección equivalente para todos los inversores a nivel comunitario, con independencia de la nacionalidad de los mismos y del lugar en que se adopten las decisiones de inversión correspondientes.

La Directiva de Folletos establece que las compañías, tanto las domiciliadas en la UE como en terceros países, que cuenten con un folleto autorizado por la autoridad competente de un país de la UE (Estado Miembro de origen) pueden ofrecer al público de otros países de la UE todo tipo de valores o solicitar su admisión a negociación en cualquier mercado regulado europeo.

Por lo tanto, con una única autorización, los instrumentos financieros a los que se refiere el folleto pueden ser comercializados en todo el territorio de la UE. Una vez recibido el correspondiente pasaporte desde la autoridad competente del Estado Miembro de origen, el supervisor del Estado Miembro de acogida (donde se ofrecen y/o comercializan los valores o donde se localizan los mercados) se abstendrá de someter el folleto a un nuevo procedimiento de aprobación (o a uno complementario), tal y como dispone el artículo 17 de la mencionada Directiva.

Conviene destacar que la Directiva de Folletos es de armonización máxima en cuanto a los requisitos de información, con el objeto de evitar prácticas nocivas que limiten la competencia en igualdad de condiciones y asegurar un buen funcionamiento del sistema de pasaporte de folletos. De hecho, dicho sistema de pasaporte sólo es entendible y sostenible sobre la base de una completa armonización, no sólo de las legislaciones de los países de la UE en materia de ofertas públicas y admisiones a cotización, sino también de las prácticas que las distintas autoridades competentes llevan a cabo en el proceso de aprobación de los folletos.

3 Datos sobre folletos aprobados y pasaportados por las autoridades competentes

El artículo 2.1(m) de la Directiva de Folletos contempla que los emisores puedan elegir para ciertos tipos de valores (básicamente, deuda por encima de mil euros de valor nominal y derivados) la autoridad competente para aprobar el folleto. Aunque en principio pudiera pensarse que la relevancia práctica de esta última posibilidad no es especialmente notable (por el hecho de que ya ha transcurrido un cierto tiempo desde la implementación de la Directiva, la cual, como se ha expuesto anteriormente, pretendía ser una Directiva de máxima armonización), la evidencia disponible sugiere que la distribución del número de folletos aprobados en cada país no siempre está en línea con el tamaño de su economía o de su sector financiero.

El cuadro 1 contiene datos relativos al número de folletos aprobados, así como los folletos pasaportados, enviados y recibidos, por cada uno de los países miembros de la UE durante el año 2009. De estos datos se deduce que cerca del 70% de los folletos registrados en la UE en ese año fueron aprobados por cinco países. Entre ellos figuran países de gran relevancia dentro de la UE en términos económicos y demográficos, como Reino Unido, Italia y Alemania, junto a otros de dimensiones notablemente más modestas como Irlanda y Luxemburgo, que aprobaron un número de folletos significativamente superior al de ciertos países a los que se les presupone un mercado financiero mayor, tales como Francia y España.

En particular, de la relación de folletos aprobados y pasaportados a lo largo del año 2009, de acuerdo con el cuadro 1, se puede destacar que:

- el 90% de los folletos pasaportados fueron notificados desde Reino Unido, Alemania, Luxemburgo, Irlanda y Holanda;
- Italia, España y Francia registran un número considerable de folletos, pero éstos apenas se pasaportan. Estos países son receptores netos de pasaportes, recibiendo un número de folletos pasaportados muy superior al número de folletos que pasaportan;
- Reino Unido y Alemania son países que, registrando un considerable número de folletos, emiten y reciben también muchos pasaportes;
- Irlanda y Luxemburgo son emisores netos de pasaportes, lo que puede reflejar que, por un lado, emisores de terceros países no miembros de la UE estarían eligiendo las autoridades competentes de estos dos países para la aprobación de sus ofertas y admisiones a cotización en la UE y, por otro lado, que, haciendo uso de la libertad de elección de autoridad competente antes mencionada, existiría

un número importante de emisores de distintos países de la UE que también les escogen en lugar de la autoridad competente donde estas sociedades o las matrices de estas sociedades emisoras están registradas y domiciliadas.

Número de folletos aprobados y pasaportados en la UE en 2009

CUADRO 1

	Aprobados	Pasaportados (enviados)	Pasaportados (recibidos)
Alemania	442	316	417
Austria	90	24	295
Bélgica	42	11	167
Bulgaria	39	0	2
Chipre	9	1	10
Dinamarca	38	7	105
Eslovaquia	42	0	17
Eslovenia	8	0	14
España	359	3	159
Estonia	0	0	14
Finlandia	49	2	104
Francia	222	45	235
Grecia	24	0	26
Holanda	117	59	242
Hungría	37	0	17
Irlanda	680	221	195
Islandia	14	3	1
Italia	705	0	164
Letonia	4	0	7
Lituania	13	3	5
Luxemburgo	668	256	324
Malta	10	0	26
Noruega	169	7	292
Polonia	33	0	20
Portugal	20	0	99
Reino Unido	852	354	541
Rumanía	15	0	24
República Checa	23	0	40
Suecia	178	18	109
Total	4.902	1.330	3.671

Fuente: Elaboración propia a partir de datos recogidos en *CESR data on prospectuses approved and passported January 2009 to June 2009* (CESR, 2009) y *Data on Prospectuses approved and passported in the EU from July 2009 to December 2009* (CESR, 2010a).

4 Implementación de la Directiva de Folletos: Medidas armonizadoras

En relación a la transposición de la Directiva de Folletos, el informe de CESR denominado *Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation* (CESR, 2007a) constató una cierta satisfacción entre los distintos participantes en el mercado en cuanto a la implementación de la Directiva en los diferentes países europeos. No obstante, en dicho informe se identificaba como asignatura pendiente la existencia de ciertas prácticas divergentes por parte de las autoridades competentes de los distintos Estados Miembros. Estas prácticas divergentes derivan de las diferentes interpretaciones que las distintas autoridades nacionales hacen de ciertas

provisiones contenidas tanto en esta Directiva como en su reglamento de aplicación (Reglamento de Folletos).

Lo cierto es que la Directiva de Folletos es una directiva de máximos, de completa armonización, por lo que su aplicación en todo el territorio de la UE debería obedecer a pautas homogéneas de actuación y/o implementación. Cabe señalar, en este sentido, que la Resolución de Estocolmo, aprobada por el Consejo Europeo el 23 de marzo 2001, estableció que "...El Comité de Reguladores Europeos de Valores debe contribuir también a la aplicación coherente y puntual de la legislación comunitaria en los Estados miembros, asegurando una cooperación más eficaz entre las autoridades nacionales de supervisión, realizando evaluaciones paritarias y promoviendo mejores prácticas...".

Con este objetivo, CESR ha venido realizando una intensa labor de coordinación y armonización desde la aprobación de la Directiva y del Reglamento de Folletos, siendo los principales hitos, por una parte, la elaboración del documento denominado *CESR's recommendations for the consistent implementation of the European Commission's Regulation on Prospectuses n° 809/2004* (CESR, 2004), que recoge una serie de recomendaciones para aclarar determinadas provisiones que el Reglamento de Folletos contiene en relación a algunos tipos de folletos y, por otra, la constante actualización de la guía de preguntas frecuentes sobre folletos *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members* (CESR, 2010b), cuya elaboración corresponde actualmente al Corporate Finance Standing Committee de CESR y que pretende ofrecer respuestas consensuadas por parte de todas las autoridades competentes a las cuestiones que se van suscitando en la aplicación de la legislación sobre folletos.

Asimismo, debe destacarse que CESR ha conseguido acuerdos de cooperación para facilitar el funcionamiento del sistema de pasaporte con el objetivo de coordinar sus procedimientos de notificación de pasaportes, estableciendo un procedimiento de comunicación, estandarizando el certificado de aprobación, o compilando los requerimientos de traducción del resumen del folleto en cada autoridad competente, entre otras medidas.

El Review Panel, un grupo permanente de CESR cuya misión es revisar la implementación de la normativa europea en las diferentes jurisdicciones, efectuó en el año 2007 un informe sobre la transposición de la Directiva de Folletos, *Report on CESR Members' powers under the Prospectus Directive and its implementing measures* (CESR, 2007b), el cual recogía las respuestas de todos los miembros a un cuestionario relativo a la naturaleza y alcance de los poderes de las distintas autoridades competentes en relación a la Directiva de Folletos y a las medidas de implementación de la misma.

Tras ese primer ejercicio, el plenario de CESR celebrado el 12 de mayo de 2009 acordó la creación de un subgrupo del Review Panel que debía llevar a cabo, en primera instancia, un análisis de la implementación de la Directiva de Folletos en los distintos Estados Miembros y de las prácticas llevadas a cabo en cada autoridad competente, para posteriormente identificar "buenas prácticas" que puedan establecerse como referencia para las distintas autoridades nacionales en un futuro inmediato.

La primera parte de ese trabajo, correspondiente al análisis de la implementación de la Directiva y de las prácticas de supervisión, se llevó a cabo durante los últimos meses del año 2009 y consistió en la elaboración y distribución de un extenso cuestio-

nario que debía ser respondido por cada autoridad competente. El objetivo de este ejercicio era obtener una visión general de las prácticas de los Estados Miembros en relación con las tres áreas a las que se refería el mandato:

- el procedimiento interno de aprobación del folleto;
- la disponibilidad de los documentos una vez aprobado el folleto y;
- y el uso por parte de los Estados Miembros de las autorizaciones de omisión de información.

Tras completarse el ejercicio, CESR publicó un resumen de las respuestas que los distintos Estados Miembros emitieron en relación a las prácticas y controles realizados en cada una de las autoridades competentes, denominado *Executive summary of the Report Prospectus Directive Selective Mapping* (CESR, 2010c). El análisis de estas respuestas evidencia que las autoridades supervisoras de los distintos Estados Miembros deben redoblar sus esfuerzos para lograr una mayor homogenización de las prácticas de supervisión relativas a los folletos.

5 Prácticas existentes en las distintas autoridades competentes

El procedimiento interno de aprobación de un folleto informativo abarca desde la solicitud de iniciación del trámite administrativo por parte del interesado ante la autoridad competente hasta la transmisión de la decisión de aprobación sobre el expediente en cuestión, pasando por la organización interna del departamento a cargo de la supervisión de los folletos, su revisión y la aprobación de los mismos.

Los controles que las autoridades competentes deben llevar a cabo en el proceso de revisión de un folleto pueden agruparse de acuerdo a sus distintas finalidades, incluyendo las siguientes:

- asegurar que los comentarios que se realizan a los distintos borradores del folleto sean precisos y completos;
- asegurar que el folleto es completo;
- asegurar la consistencia de la información recogida en el folleto;
- asegurar la comprensibilidad de la información recogida en el folleto;
- asegurar que el folleto contiene toda la información que habilita al inversor para tomar una decisión informada;
- asegurar la suficiencia de la información financiera;
- y asegurar la utilidad del resumen.

A continuación se describen las principales prácticas instauradas en las distintas autoridades competentes en relación a la revisión y verificación de los folletos informativos, de acuerdo a la anterior casuística de los distintos tipos de controles.

Controles encaminados a asegurar que los comentarios al folleto sean precisos y completos

En la medida en que la autoridad competente sea capaz de trasladar al interesado comentarios a las distintas versiones del folleto que sean suficientemente claros y completos, la tramitación del expediente será más ágil y se asegurará que de este proceso resulte un folleto más comprensible, consistente y completo. A este respecto, cabe recordar que uno de los objetivos fundamentales de la Directiva de Folletos es el incremento de la eficiencia de los mercados financieros europeos, por lo que la rapidez del proceso de verificación de un folleto, sin menoscabo de la protección de los inversores, resulta de suma importancia.

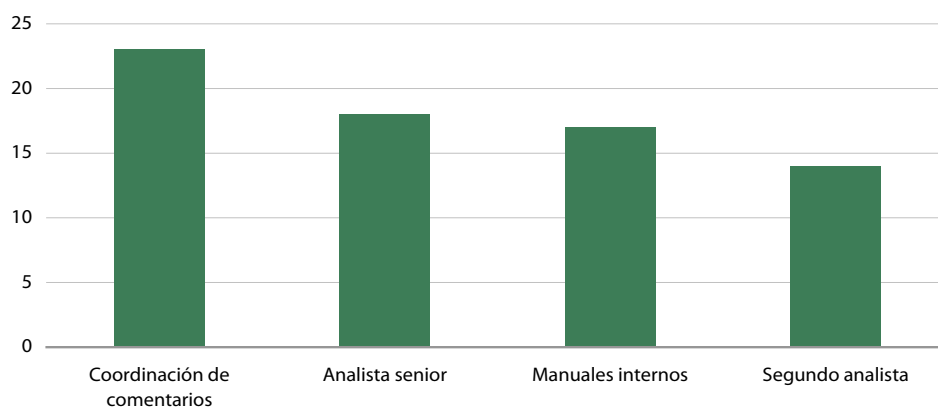
Las guías, instrucciones y manuales, ya sean internos o puestos a disposición de los interesados externos, la coordinación de comentarios entre analistas, la revisión de los expedientes por parte de más de un analista (*four eyes principle*) y la existencia de bases de datos con precedentes son las prácticas que más mencionan las autoridades a este respecto, si bien se constata cierta disparidad en su implementación por parte de los distintos supervisores, puesto que algunas de esas prácticas no están muy extendidas. Esto resulta especialmente preocupante ante la diversidad de elementos existentes, ya que cuanto menos homogénea sea la tipología de emisores, los productos financieros ofertados y los inversores a quienes se dirige la oferta, mayor relevancia adquieren dichos controles (véase gráfico 1).

En España, con el objetivo de agilizar el proceso de revisión del folleto, sin menoscabo de un profundo escrutinio del mismo, se ha promovido la coordinación de acciones entre los distintos analistas mediante el uso de manuales y guías, bases de datos y reuniones. Asimismo, todo expediente normalmente es revisado por un segundo analista con mayor nivel de experiencia. Todo ello con el objetivo de lograr una alta coordinación entre los diferentes análisis que facilite el proceso de revisión de los folletos.

Controles sobre los comentarios a los borradores del folleto

GRÁFICO 1

Número de países que aplican un control determinado (sobre un total de 29 países)



Fuente: *Executive summary of the Report Prospectus Directive Selective Mapping* (CESR, 2010c).

Controles encaminados a asegurar que el folleto sea completo

El artículo 2.1(q) de la Directiva de Folletos define la aprobación del folleto como el “acto positivo por el que, como resultado del examen realizado por la autoridad

competente del Estado Miembro de origen, se concluya que el folleto sea completo, comprensible y contenga información coherente”. Esta Directiva establece que si la autoridad competente considera que los documentos que se le presentan son incompletos o precisan información suplementaria, los plazos relativos a la aprobación de folleto mencionados en los apartados 2 y 3 del artículo 13 de la Directiva de Folletos se aplicarán únicamente a partir de la fecha en que dicha información sea proporcionada por el emisor, el oferente o la persona que solicite la admisión a cotización en un mercado regulado.

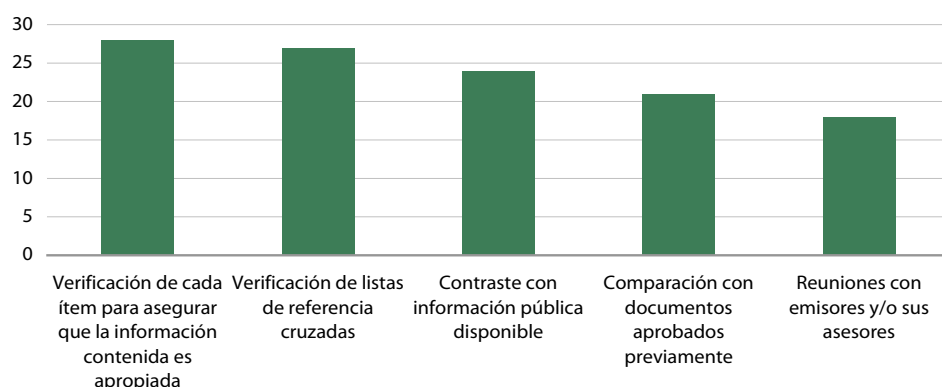
La revisión del analista debe poner un especial énfasis en asegurar que el folleto recoja toda la información exigida por la Directiva de Folletos y, más concretamente, por su Reglamento, y que se traslade cuanto antes al interesado toda carencia y/o observación detectada en relación al expediente.

Existe cierto nivel de convergencia entre las distintas autoridades nacionales en relación a este tipo de controles, puesto que se asume que no sólo se refiere a controles formales o a aquéllos encaminados a contrastar que el folleto no omite ninguno de los elementos de información requeridos por los distintos anexos del Reglamento de Folletos, sino también a los controles materiales, con objeto de verificar también que la información contenida en esos elementos es la apropiada (véase gráfico 2).

Controles sobre la completitud del folleto

GRÁFICO 2

Número de países que aplican un control determinado



Fuente: *Executive summary of the Report Prospectus Directive Selective Mapping* (CESR, 2010c).

Controles encaminados a asegurar la consistencia de la información recogida en el folleto

Se trata del punto más controvertido entre las distintas autoridades nacionales, ya que determina el alcance y perímetro que debe abarcar la revisión del folleto, existiendo posiciones muy distintas al respecto. El requisito de consistencia o coherencia del folleto también está expresamente mencionado en el artículo 2.1(q) de la Directiva de Folletos.

El problema en este ámbito deriva de la falta de concreción de la Directiva de Folletos, que no menciona si se refiere a la coherencia interna del folleto, esto es, entre las distintas partes del mismo o si, por el contrario, el enfoque debe ser más amplio, para incluir la consistencia de la información contenida en el folleto con otras informaciones relativas al emisor, oferente o persona que solicita la admisión a cotización

y, fundamentalmente, con aquélla remitida por el emisor a la autoridad supervisora derivada de las obligaciones relacionadas tanto con el cumplimiento de la Directiva de Transparencia como con la Directiva de Abuso de Mercado, siempre que sean relevantes y estén conectadas con el expediente en cuestión. Esta indefinición de la Directiva de Folletos ha provocado interpretaciones divergentes.

Si bien el gráfico 3 parece revelar cierto consenso en relación a la necesidad de contrastar la información contenida en el folleto con otras informaciones del emisor, la información contenida en el cuadro 2 muestra que hay diferencias en relación a la frecuencia y/o la intensidad de estos controles, ya que un número considerable de autoridades competentes no llevan a cabo sistemáticamente este tipo de controles.

En este ámbito, la CNMV se encuentra entre el grupo de autoridades supervisoras nacionales que ejerce una revisión de los folletos más pormenorizada.

Otro aspecto relevante de la supervisión en relación al control de la consistencia es el que se refiere a si esta revisión alcanza también a las condiciones finales (*final terms*) de las emisiones. La mayoría de las emisiones se realizan al amparo de un folleto de base, un programa de emisión con un año de vigencia. El folleto de base se registra en la autoridad competente del Estado Miembro de origen, de la misma forma en que se registraría un folleto relativo a una emisión o admisión singular, con la particularidad de que los términos específicos de cada emisión, recogidos en un documento denominado “Condiciones finales”, deben registrarse en dicha autoridad para cada una de las emisiones que se pretenda llevar a cabo.

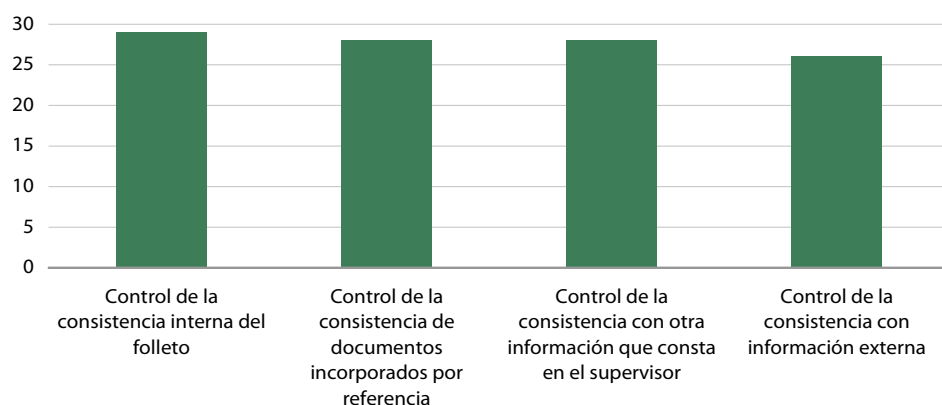
Por tanto, el folleto de base se aprueba siguiendo el mismo procedimiento que para cualquier otro folleto, pero las condiciones finales que forman parte del folleto de base no son aprobadas, sino únicamente registradas. Respecto al requisito de verificación ante la ausencia de la obligación de aprobación, cabe señalar que no existe consenso, lo cual conlleva que en emisiones autorizadas en determinadas jurisdicciones europeas no se realicen controles sobre la consistencia de la información contenida en las condiciones finales con relación a la contenida en los folletos de base ni sobre su comprensibilidad, sino que la autoridad supervisora se limita a realizar un mero acto administrativo de registro del documento depositado por el emisor.

Algunos países, entre los que se encuentra España, han entendido que la verificación de la consistencia de la información contenida en el folleto debe realizarse también con respecto a cualquier otra información relevante disponible en el seno del supervisor, considerando asimismo que la verificación de las condiciones finales es necesaria. Lo cierto es que esto supone un mayor esfuerzo para los supervisores, que tienen que dedicar mayores recursos materiales y de personal a la revisión de los folletos.

Controles sobre la consistencia de la información recogida en el folleto

GRÁFICO 3

Número de países que aplican un control determinado



Fuente: *Executive summary of the Report Prospectus Directive Selective Mapping* (CESR, 2010c).

El cuadro 2 recopila las respuestas de las distintas autoridades competentes en relación a la frecuencia de la verificación de la consistencia de la información contenida en el folleto con otras informaciones relativas al emisor.

Controles sobre la consistencia de la información basados en la información disponible sobre el emisor

CUADRO 2

Número de países que aplican cada tipo de control

a) Comprueban la consistencia de la información contenida en un folleto con la información relativa al emisor remitida a la autoridad competente

Sí	Caso a caso	16
	Siempre	12
No		1

b) Comprueban la consistencia de la información contenida en un folleto con información externa relativa al emisor (por ejemplo, prensa, páginas web, servidores de datos, etc.)

Sí	Caso a caso	20
	Siempre	6
No		3

Fuente: *Executive summary of the Report Prospectus Directive Selective Mapping* (CESR, 2010c).

Controles encaminados a asegurar la comprensión de la información recogida en el folleto

En el proceso de aprobación de un folleto, la autoridad competente no sólo debe asegurar que esté completo y que la información que contenga sea coherente, sino, además, de acuerdo con el mismo artículo 2.1(q) de la Directiva de Folletos, que la información contenida en el mismo sea comprensible. En este sentido, la información contenida en el folleto debe presentarse de forma fácilmente analizable y, aunque no lo establezca la Directiva expresamente, ello significa que en el proceso de revisión de un folleto, las autoridades supervisoras deben tener presente a los destinatarios del mismo, esto es, los inversores finales. Dicho de otra forma, la perspectiva no debería ser siempre la misma en la revisión de un folleto, sino que su comprensibilidad debería graduarse en función de sus destinatarios. No es lo mismo, en términos de comprensibilidad, un folleto dirigido a inversores minoristas que un folleto relativo a una oferta dirigida exclusivamente a inversores cualificados.

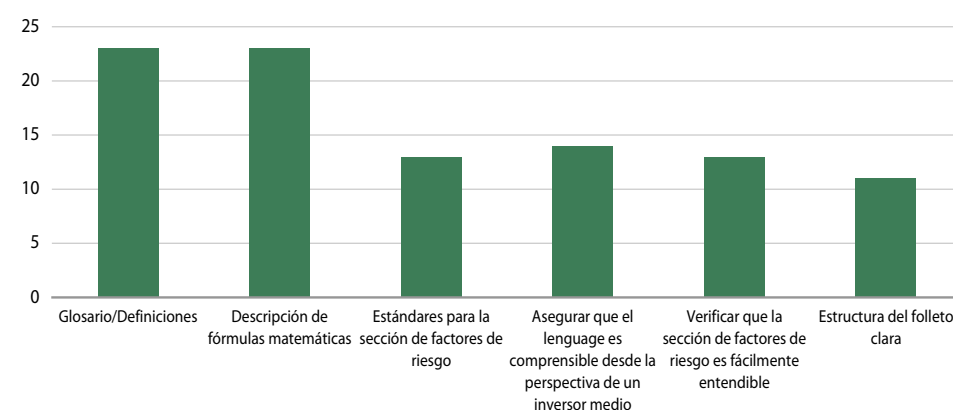
El problema en relación a la comprensibilidad es que depende básicamente del criterio y de la percepción de los analistas que revisan el folleto, sin que sea fácil encontrar controles que puedan aplicarse con criterios de generalidad, más allá de la inclusión de glosarios o definiciones de los términos técnicos (véase gráfico 4). En este sentido, resultaría interesante reflexionar sobre la conveniencia de aprobar buenas prácticas entre las distintas autoridades competentes que incidan en una mejor comprensión de los folletos en relación a ciertos apartados de los mismos, tales como la explicación del rendimiento de los instrumentos financieros y los factores de riesgo, para cuya divulgación se podrían desarrollar estándares específicos.

En este terreno, la CNMV ha intensificado el esfuerzo dirigido a asegurar la comprensión del folleto en aquellas ofertas dirigidas a inversores minoristas, especialmente cuando se trata de productos financieros complejos, instando a las entidades emisoras a que expliquen los rendimientos que produciría el instrumento financiero bajo supuestos distintos (escenarios) y describan la estructura de derivados de los mismos, si se estima pertinente.

Controles sobre la comprensibilidad de la información recogida en el folleto

GRÁFICO 4

Número de países que aplican un control determinado



Fuente: *Executive summary of the Report Prospectus Directive Selective Mapping* (CESR, 2010c).

Controles encaminados a asegurar que el folleto contiene toda la información que habilita al inversor para tomar una decisión informada

El artículo 5 de la Directiva de Folletos establece que el folleto debe contener “toda la información que, según el carácter particular del emisor y de los valores ofertados al público o admitidos a cotización en un mercado regulado, sea necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación, con la suficiente información, de los activos y pasivos, de la situación financiera, de los beneficios y pérdidas, así como de las perspectivas del emisor de los garantes y de los derechos inherentes a tales valores”.

La autoridad competente, además de establecer controles en relación a la integridad, coherencia y comprensibilidad del folleto, debe verificar que éste contiene toda la información material que pueda tener importancia para el análisis de los valores, lo cual requiere un análisis sustantivo del folleto, no un mero análisis formal.

El Considerando 20 de la Directiva 2003/71 sobre folletos dispone que la información sobre las circunstancias financieras del emisor y sobre los derechos inherentes

a los valores tiene que ser tan suficiente y objetiva como sea posible. La autoridad supervisora, en virtud de lo dispuesto en el artículo 21.3(a) de la Directiva de Folletos, está facultada para “exigir a los emisores, oferentes o personas que pidan la admisión a cotización en un mercado regulado, que, en su caso, incluyan en el folleto información suplementaria para la protección de los inversores”.

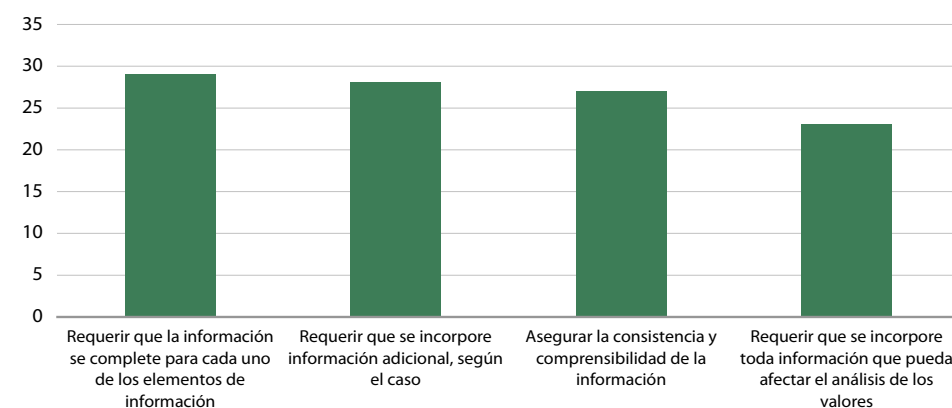
En relación a la información suplementaria que pudiera requerirse con el objetivo de asegurar que los emisores puedan hacer una evaluación adecuada de los derechos inherentes a los valores destino de su inversión, la CNMV ha considerado oportuno solicitar que, en aquellos casos en los que las emisiones no cuenten con un tramo cualificado o institucional significativo, los emisores aporten informes elaborados por entidades especializadas independientes, que acrediten si la emisión ha sido realizada o no en condiciones de mercado¹.

El gráfico 5 recoge las principales prácticas declaradas por las distintas autoridades competentes en relación a los controles encaminados a asegurar que el folleto contiene toda la información que habilita al inversor para tomar una decisión informada. Si bien este último gráfico sugiere que existe cierto consenso sobre este tipo de controles, la falta de concreción de las prácticas declaradas no permite hacer una valoración clara sobre el grado de convergencia.

Controles sobre la suficiencia de la información para la adopción de una decisión de inversión informada

GRÁFICO 5

Número de países que aplican un control determinado



Fuente: *Executive summary of the Report Prospectus Directive Selective Mapping* (CESR, 2010c).

Controles en relación a la información financiera

Buena parte de la información sobre el emisor, el oferente o quien solicita la admisión a cotización que consta en un folleto es de carácter financiero, información que suele ser compleja y sobre la que los requisitos anteriormente mencionados de consistencia y comprensibilidad son esenciales para asegurar que pueda ser útil al inversor. En este sentido, el Considerando 20 de la Directiva 2003/71 sobre folletos establece que los objetivos de suficiencia y máxima objetividad también se aplican

1 A este respecto, véase carta de la CNMV de fecha 16/06/2010 remitida a los presidentes de AEB, CECA, UNACC, ASNEF, EMISORES ESPAÑOLES, ASOCIACIÓN HIPOTECARIA sobre la actualización de requisitos en las emisiones de renta fija destinadas a minoristas (CNMV, 2010).

en lo referente a la información sobre las circunstancias financieras del emisor, que debe presentarse de un modo fácilmente analizable y comprensible.

De nuevo, en este ámbito existe una falta de concreción de los requisitos de suficiencia, coherencia y comprensibilidad, lo cual da pie a distintas interpretaciones en función del énfasis que la autoridad competente ponga en uno u otros objetivos de la Directiva: competitividad de los mercados financieros, protección del inversor e incremento de la transparencia informativa.

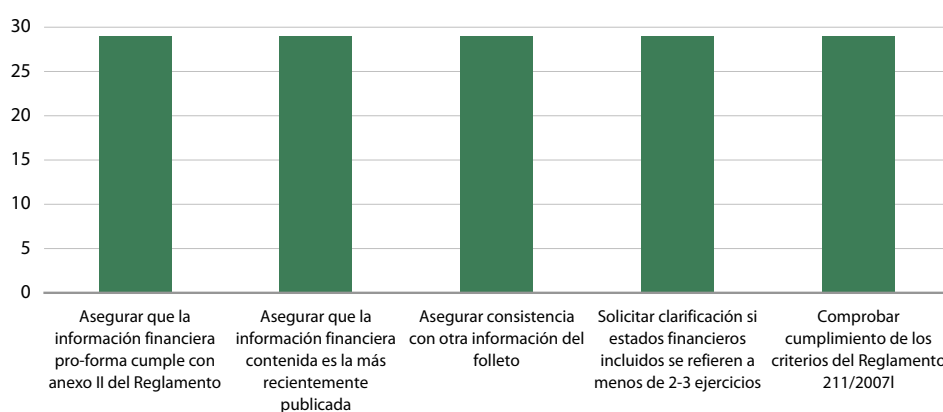
Ello supone que exista una gran variedad de controles relativos a la información financiera contenida en el folleto, de manera que no todos los supervisores consideran imprescindible verificar la consistencia de la información financiera que recoge el folleto con la información financiera que el emisor ha depositado en la autoridad competente. De hecho, aquellas prácticas que están más extendidas y que todas las autoridades competentes han implementado se refieren a controles formales (véase gráfico 6).

Al igual que se apuntaba previamente en relación a los controles encaminados a asegurar la consistencia de la información recogida en el folleto, la CNMV entiende que la verificación de la consistencia de la información financiera contenida en el mismo debe realizarse también con respecto a cualquier otra información relevante disponible en el supervisor y que, por tanto, estos controles no deben limitarse tan sólo a asegurar la coherencia entre las distintas magnitudes financieras que aparecen en distintos apartados del folleto. Además, en la CNMV son frecuentes las reuniones con el emisor y/o sus asesores y la revisión de la información financiera por expertos, fundamentalmente en el caso de primeras admisiones a cotización o de emisores con historiales financieros complejos o que hayan adquirido compromisos financieros significativos.

Controles sobre la información financiera del emisor

GRÁFICO 6

Número de países que aplican un control determinado



Fuente: *Executive summary of the Report Prospectus Directive Selective Mapping* (CESR, 2010c).

Controles en relación al resumen (al margen de aquéllos mencionados en los artículos 5.2 y 11.1 de la Directiva de Folletos)

El resumen o nota de síntesis es una parte fundamental del folleto, debido a la utilidad que presta a los inversores cuando éstos inician la valoración de un instrumento financiero. Todo folleto que recoja una oferta de valores cuyo nominal sea inferior a

50 mil euros, susceptible por tanto de dirigirse a inversores minoritas, debe contener un resumen. El artículo 5.2 de la Directiva de Folletos establece que el resumen debe ser escueto, estar redactado en un lenguaje no técnico y reflejar las características y los riesgos esenciales asociados al emisor, a los garantes si los hubiere y a los valores, sin que se pueda exigir responsabilidad en base al mismo a no ser que sea engañoso, inexacto o incoherente en relación con las demás partes del folleto. La mención que se hace en el artículo 11.1 de la Directiva de Folletos a la nota de síntesis se limita a prohibir la incorporación por referencia en esta parte del folleto. La existencia de distintas prácticas a la hora de supervisar el folleto supone que esas divergencias también se manifiesten a la hora de abordar el escrutinio del resumen.

Gracias a una mayor conciencia sobre la importancia de este documento, la revisión de la Directiva de Folletos recientemente aprobada ha afrontado el problema derivado de la falta de homogeneidad en el resumen, disponiendo que el formato y el contenido del mismo deban ser desarrollados mediante normativa de nivel 2. La homogenización del resumen permitirá una mayor comparabilidad entre productos de análoga naturaleza.

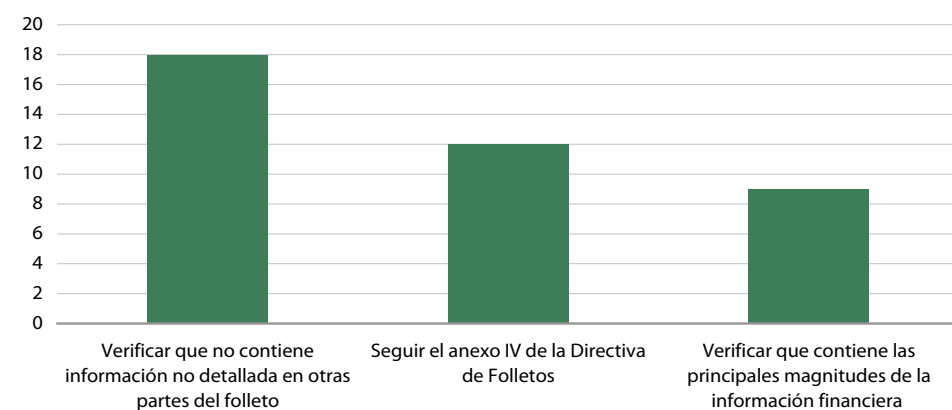
Por último, cabe señalar que el Considerando 21 de la Directiva destaca que en el folleto debe incluirse un resumen que indique las características esenciales y los riesgos vinculados al emisor, a cualquier garante y a los valores, siendo esta información un factor clave para la protección de los inversores.

El gráfico 7 recoge las principales prácticas declaradas por las distintas autoridades competentes en relación a los controles relativos al resumen (al margen de aquéllos mencionados en los artículos 5.2 y 11.1 de la Directiva de Folletos). En este gráfico se observa que apenas existen controles que se hayan implementado en una mayoría de autoridades competentes y, por tanto, parece evidenciar cierta falta de convergencia respecto a este documento tan importante. No obstante, el próximo desarrollo normativo de nivel 2 anteriormente referido debería solventarlo puesto que se establecerá un formato y contenido común del resumen.

Controles en relación al resumen

GRÁFICO 7

Número de países que aplican un control determinado



Fuente: *Executive summary of the Report Prospectus Directive Selective Mapping* (CESR, 2010c).

6 Conclusiones

La principal idea que se ha enfatizado en este artículo es que para alcanzar un funcionamiento eficiente del sistema de pasaporte comunitario es imprescindible un alto grado de convergencia en los procesos de revisión de los folletos realizados en las distintas autoridades competentes europeas, lo que indudablemente redundará en una mayor homogeneización de los mismos. Si bien los participantes en el mercado han valorado positivamente la implementación de la Directiva de Folletos, y sin menoscabo de la estimable labor que CESR ha venido realizando al respecto hasta el momento, en estos momentos es preciso perseverar en el esfuerzo para continuar aumentando el grado de perfeccionamiento y convergencia en los métodos de control de la información contenida en los folletos.

En la revisión de la Directiva de Folletos recientemente aprobada no se ha considerado oportuno definir con mayor precisión y claridad el alcance de la revisión de los folletos que los supervisores deben realizar, lo cual, a efectos prácticos, implica que podrían seguir existiendo diferentes interpretaciones al respecto.

Las distintas corrientes de interpretación respecto al proceso de verificación del folleto se pueden sintetizar de la siguiente manera. Para un conjunto de jurisdicciones, la responsabilidad de la información contenida en el folleto corresponde únicamente al emisor, al oferente o a la persona que solicita la admisión a cotización, lo cual conlleva la aplicación de controles meramente formales en la verificación del folleto (*box-ticking approach*). Otras jurisdicciones consideran que el alcance y perímetro de la revisión deber ir más allá, lo que supone una revisión más profunda y extensa del folleto informativo, con la finalidad de asegurar no sólo que todos los elementos del folleto han sido cumplimentados, sino también que la información contenida en el mismo es la apropiada dadas las circunstancias concretas del emisor y de la emisión.

En todo caso, parece razonable que, al igual que la Directiva de Folletos y su reglamento requieren distintos niveles de información según los destinatarios del folleto sean inversores cualificados o minoristas, las autoridades competentes establezcan también procedimientos distintos en función del mismo factor, de manera que, al menos cuando las colocaciones se dirijan a minoristas, los controles sean más materiales y garantizados.

Por último, cabe resaltar que es fundamental profundizar en la armonización de las prácticas relativas a la revisión de los folletos y solventar las interpretaciones divergentes de determinadas provisiones de la Directiva de Folletos, de modo que no se dé pie al arbitraje regulatorio o supervisor.

7 Bibliografía

CESR (2004). *CESR's recommendations for the consistent implementation of the European Commission's Regulation on Prospectuses n^o 809/2004*. Disponible en: <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=6051>

CESR (2007a). *Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation*. Disponible en: <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=4665>

CESR (2007b). *Report on CESR Members' powers under the Prospectus Directive and its implementing measures*. Disponible en: <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=4672>

CESR (2009). *CESR data on prospectuses approved and passported - January 2009 to June 2009*. Disponible en: <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=6051>

CESR (2010a). *Data on Prospectuses approved and passported in the EU from July 2009 to December 2009*. Disponible en: <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=6491>

CESR (2010b). *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members*. Disponible en: <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=7312>

CESR (2010c). *Executive summary of the Report Prospectus Directive Selective Mapping*. Disponible en: <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=7316>

CNMV (2010). *Carta remitida a los presidentes de AEB, CECA, UNACC, ASNEF, EMISORES ESPAÑOLES, ASOCIACIÓN HIPOTECARIA sobre la actualización de requisitos en las emisiones de renta fija destinadas a minoristas*. Disponible en: <http://www.cnmv.es/porta/verDoc.axd?t={ca8f514d-ad6b-4dc5-92ec-351ceob58fd1}>

IV Anexo Legislativo

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

- **Circular 2/2010, de 28 de julio**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre valores y otros instrumentos de naturaleza financiera codificables y procedimientos de codificación.

Esta Circular incorpora a la codificación de valores negociables los nuevos instrumentos y prácticas financieras. Sustituye a la Circular 6/1998, de 16 de diciembre, de la CNMV.

- **Real Decreto 1159/2010, de 17 de septiembre**, por el que se aprueban las Normas para la Formulación de Cuentas Anuales Consolidadas y se modifica el Plan General de Contabilidad aprobado por Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre y el Plan General de Pequeñas y Medianas Empresas aprobado por Real Decreto 1515/2007, de 16 de noviembre.

El Derecho contable ha sido objeto de una importante modificación a través de la Ley 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea. Esta norma tiene por objeto el desarrollo de los aspectos específicos de la consolidación de cuentas. Por medio de este Real Decreto, se pone a disposición de todas las sociedades un marco contable armonizado con el Derecho comunitario, siendo los reglamentos comunitarios preexistentes en esta materia aplicables únicamente a las sociedades cotizadas en la formulación de sus cuentas consolidadas. El contenido del Real Decreto deberá aplicarse en las cuentas anuales (consolidadas e individuales) que se formulen en los tres primeros meses de 2011, correspondientes a los ejercicios iniciados a partir del 1 de enero de 2010, con la finalidad de hacer coincidir esta reforma y la aprobada en la Unión Europea, sobre esta misma materia, para formular las cuentas anuales consolidadas de las sociedades cotizadas.

La nueva normativa ha revisado la contabilidad de las operaciones de fusión o escisión empresariales y ha delimitado un nuevo alcance para las cuentas consolidadas, al tiempo que ha introducido modificaciones en los métodos que deben emplearse a la hora de elaborarlas.

Como novedades, puede destacarse, entre otros aspectos, que quedan exentos de la obligación de consolidar aquellos supuestos en que la sociedad dominante participe exclusivamente en sociedades dependientes que no posean un interés significativo, individualmente y en conjunto, para la imagen fiel de las sociedades del grupo. Asimismo, si una inversión en una empresa multigrupo o asociada se clasifica en la categoría de activo no corriente mantenido para la venta, se consolidará de acuerdo con el método de integración global.

- **Circular 6/2010, de 28 de septiembre**, del Banco de España, a entidades de crédito y entidades de pago, sobre publicidad de los servicios y productos bancarios.

Esta Circular desarrolla la Orden EHA/1418/2010, de 11 de junio, la cual sustituía el régimen de previa autorización de la publicidad bancaria por un sistema de control a posteriori, en el que el Banco de España elabora los criterios de la publicidad financiera y puede asimismo exigir el cese o la rectificación de la publicidad contraria a Derecho.

La Circular aborda la determinación de los principios generales a los que se debe ajustar la publicidad y los criterios sobre el contenido mínimo y el formato del mensaje publicitario. También trata sobre los procedimientos y controles internos y sobre la política de comunicación comercial de las entidades de crédito, tratando de incentivar que las entidades se adhieran a algún organismo de autorregulación de la actividad publicitaria homologado. Las entidades no asociadas a un sistema de autorregulación o cuya publicidad no esté sujeta a previa autorización por parte de una Comunidad Autónoma deberán someterse al control del Banco de España.

- **Circular 5/2010, de 28 de septiembre**, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre información que debe remitir el adquirente potencial en la notificación a la que se refiere el artículo 57.1 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito.

El artículo 57.1 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, obliga a que toda persona que haya decidido adquirir, directa o indirectamente, una participación significativa en una entidad de crédito española lo notifique previamente al Banco de España, que deberá evaluar la idoneidad del adquirente y la solidez financiera de la adquisición propuesta.

Esta Circular, de acuerdo con la Guía del Comité Europeo de Supervisores Bancarios, recoge una lista de información que el supervisor ha de requerir para la evaluación de una adquisición de una participación significativa, con mayor o menor alcance en función de que como resultado de la adquisición tenga lugar o no un cambio en el control de la entidad.

También queda establecida la información que se suministrará cuando el adquirente potencial sea una entidad de crédito, una entidad financiera supervisada por la CNMV o la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

- **Circular 3/2010, de 14 de octubre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre procedimientos administrativos de autorización de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras, de autorización de las modificaciones de sus reglamentos y estatutos y de comunicación de los cambios de consejeros y directivos.

El objeto de la presente Circular es adaptarse al nuevo marco jurídico establecido por la Ley 25/2005, mejorando los procedimientos y modelos normalizados establecidos para las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras.

En primer lugar, se establece que la CNMV pondrá a disposición del público en su sede electrónica los modelos normalizados de utilización voluntaria relativos a los procedimientos de autorización de nuevas entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras.

En segundo lugar, se califican como de escasa relevancia determinadas modificaciones de reglamentos de fondos de capital-riesgo y de estatutos de sociedades de capital-riesgo.

Por último, se regula el procedimiento para comunicar a la CNMV los cambios en el Consejo de administración y los cambios de los directores generales de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras.

- **Circular 4/2010, de 14 de octubre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 2/2009, de 25 de marzo, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de titulización.

Esta propuesta de reforma de la Circular 2/2009, de 25 de marzo, de la CNMV, modifica el tratamiento contable de las depreciaciones de valor de los activos financieros de los fondos de titulización. También se modifican algunos aspectos de los anejos de la Circular 2/2009, como consecuencia, por un lado, de la modificación de la norma relativa al deterioro de los activos financieros y, por otro, para facilitar el envío, publicación y comprensión de la información financiera de los fondos de titulización.

- **Real Decreto 1282/2010, de 15 de octubre**, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados.

Este Real Decreto deroga el Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones. El Real Decreto tiene como objetivos generales la equiparación de la regulación nacional a los estándares internacionales y el establecimiento de acuerdos y conexiones con otros mercados de derivados de nuestro entorno, así como la introducción de nuevos productos, servicios y líneas de negocios de los instrumentos derivados. También pretende reducir el riesgo sistémico asociado a la compensación y liquidación de estos instrumentos financieros. Sus principales medidas son:

- La sociedad rectora puede ofrecer servicios de negociación, registro y contrapartida central o bien sólo servicios de registro y contrapartida o sólo servicios de negociación, siendo ésta una de las novedades más importantes.
- Se suprime la exigencia de que cada mercado de futuros y opciones cuente con su propia sociedad rectora. Se contempla la posibilidad de que adquieran la condición de miembros las entidades encargadas de la depositaría central de valores y otras cámaras de contrapartida.
- Se crea un sistema de aportación de garantías por los miembros del mercado, pudiendo utilizarlas la sociedad rectora en caso de incumplimiento. Este Real Decreto diversifica el régimen de las garantías. Incorpora la garantía aportada por el propio mercado y la colectiva. Se establecen obligaciones específicas de recursos propios a los miembros de mercado. Se establece, también, el régimen de incumplimientos de los miembros y clientes; se prevé que la Sociedad Rectora pueda acordar el traslado o cierre de los contratos con comunicación a la CNMV.
- Los mercados dispondrán de seis meses desde la entrada en vigor para adaptar sus reglamentos y deberán remitir a la CNMV una memoria en la que se detallen los criterios y políticas en materia de gestión de los mismos.
- Se da la posibilidad de instaurar un registro contable de doble escalón, formado por el registro central, a cargo de la Sociedad Rectora; y los registros de detalle, a cargo de los miembros autorizados a actuar como registradores. Los derivados estarán representados mediante anotaciones en cuenta en los registros de la sociedad rectora y se les aplicarán, en consecuencia, los artículos del 5 al 12 de la LMV.

- Finalmente, se amplían los productos negociables y registrables en estos mercados. Se suprime la preceptiva intervención de los organismos rectores de los mercados donde se negocie el subyacente de los futuros y opciones en relación con la aprobación de nuevos contratos sobre derivados.
- **Circular 5/2010, de 18 de noviembre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre información que debe remitir el adquirente potencial en la notificación a la que se refiere el artículo 69.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el artículo 45.3 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, para la evaluación cautelar de las adquisiciones de participaciones significativas y de los incrementos de participaciones en empresas de servicios de inversión y en sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva.

Toda persona que, por sí sola o actuando de forma concertada con otras, haya decidido adquirir, directa o indirectamente, una participación significativa (igual o superior al 20, 30 o 50 por ciento de los derechos de voto o capital) en una ESI o SGIIC española lo notificará previamente a la CNMV, que debe evaluar la idoneidad del adquirente y la solidez financiera de la adquisición propuesta.

Esta Circular recoge una lista de información que el supervisor ha de requerir para la evaluación de una adquisición, con un mayor o menor alcance en función de que como resultado de la adquisición tenga lugar o no un cambio en el control de la entidad.

- **Reglamento (UE) n° 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.

La estabilidad financiera es una condición previa para que la economía real proporcione puestos de trabajo, crédito y crecimiento. Por medio de esta norma, se crea la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), que será la responsable de la supervisión macroprudencial en la Unión Europea, sin perjuicio de su necesaria colaboración con otros organismos como el Banco Central Europeo y, fuera del ámbito de la UE, el FMI, el G-20 y la Junta de Estabilidad Financiera. El cometido de la JERS debe consistir en controlar y evaluar el riesgo sistémico en periodos de normalidad con miras a atenuar la exposición del sistema a los riesgos de fallo de los componentes sistémicos y a mejorar la resistencia del sistema financiero en caso de crisis. En este sentido, la JERS debe contribuir a garantizar la estabilidad financiera y a mitigar los impactos negativos sobre el mercado interior y la economía real.

En particular, la JERS debe emitir avisos que pueden dirigirse en particular a uno o varios Estados Miembros o a una Autoridad Europea de Supervisión, con un plazo determinado para responder a los mismos a través de la oportuna actuación.

- **Reglamento (UE) N° 1095/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre**, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión n° 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión.

El informe Larosière recomendó que se reforzara el marco de supervisión. Se recomendaron reformas en la estructura de la supervisión del sector financiero de la Unión para que lo integren tres autoridades europeas de supervisión: una en el sector bancario, otra en el sector de valores y la última en el sector de los seguros y pensiones. Además se recomendó la creación de un Consejo Europeo de Riesgo Sistémico. Las autoridades europeas de supervisión sustituirán al Comité de Supervisores Bancarios Europeos, al Comité Europeo de Supervisores de Seguros y Pensiones de Jubilación y al Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores y asumirán todas las funciones y competencias de éstos.

Sus funciones incluyen el fomento de la convergencia en cuestiones de supervisión y asesoramiento de las instituciones de la Unión en los ámbitos de que sea responsable. Entre otras funciones se incluirán las de restringir temporalmente determinadas actividades financieras que amenacen el funcionamiento correcto y la integridad de los mercados financieros o la estabilidad del sistema financiero de la Unión, asistir a las autoridades nacionales de supervisión competentes en la interpretación y aplicación coherentes de las normas de la Unión y contribuir a la estabilidad financiera. La Autoridad Europea de Supervisión de Valores y Mercados ejercerá los poderes de ejecución exclusivos sobre las agencias de calificación crediticia que le atribuye el Reglamento 1060/2009 (se les encomienda los poderes de investigación y ejecución y se prevé la posibilidad de cobrar tasas).

Se considera necesaria la introducción de un instrumento eficaz para la elaboración de normas técnicas en la regulación armonizadas en los servicios financieros, cuyo objeto es el de garantizar unas condiciones de competencia equitativa entre los inversores y una protección adecuada de los mismos. Será la Autoridad la que presente los proyectos de normas técnicas de regulación a la Comisión para su aprobación, aunque la Comisión podrá adoptar normas a falta de proyectos de la Autoridad. Ésta, a su vez, podrá emitir directrices y recomendaciones sobre la aplicación del Derecho de la Unión.

Se instaurará un mecanismo que permita a la Autoridad abordar los casos de no aplicación o aplicación incorrecta del Derecho de la Unión y que constituyan una infracción de Derecho. El control se efectuará en tres etapas: i) la Autoridad investigará los casos de aplicación incorrecta del Derecho de la Unión por las autoridades nacionales en sus prácticas de supervisión, proceso que finalizará con una recomendación; ii) si la autoridad nacional no sigue la recomendación, la Comisión podrá emitir un dictamen formal que tenga en cuenta la recomendación de la Autoridad y exija la adopción de las medidas; iii) en situaciones excepcionales de inacción persistente por parte de la autoridad nacional, la Autoridad Europea estará facultada para adoptar en última instancia decisiones dirigidas a participantes concretos en los mercados. Esta tercera etapa sólo será aplicable en casos excepcionales.

La Autoridad podrá obligar a las autoridades nacionales de supervisión a adoptar medidas específicas para resolver una situación de emergencia. También solucionará con efecto vinculante las diferencias que surjan en las situaciones transfronterizas. Por otro lado, la Autoridad participará en los colegios de supervisores para racionalizar su funcionamiento y proceso de intercambio de información y estimular la convergencia y coherencia entre los mismos a la hora de

aplicar el Derecho de la Unión. Las delegaciones de competencias se regirán por el principio de asignarse la competencia de supervisión a un supervisor que esté en las mejores condiciones para adoptar medidas que resulten óptimas, como puede ser por motivos de economías de escala.

La Autoridad funcionará también como un órgano consultivo independiente para el Parlamento Europeo, el Consejo y la Comisión en su ámbito de competencia y podrá emitir dictámenes sobre la evaluación prudencial de las fusiones y adquisiciones.

El órgano principal de la Autoridad estará formado por los máximos representantes de los Estados Miembros, que adoptarán sus decisiones por mayoría simple salvo para los actos de carácter general, incluidos los relacionados con las normas técnicas de regulación y de ejecución, directrices y recomendaciones para las cuestiones presupuestarias, así como respecto de las solicitudes de un Estado Miembro de que se reconsidere una decisión de la Autoridad de prohibir temporalmente o restringir determinadas actividades financieras.

- **Directiva 2010/73/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010**, por la que se modifican la Directiva 2003/71/CE sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y la Directiva 2004/109/CE 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.

La presente Directiva modifica ciertos aspectos de la Directiva 2003/71/CE para simplificar y mejorar su aplicación, ganando eficiencia y la competitividad del mercado internacional. Las principales novedades son las siguientes:

- Se reducen las obligaciones de publicación al emitirse determinados tipos de valores (pequeñas empresas, pequeñas entidades de crédito, emisiones de derechos y sistemas de garantía pública).
 - Quedan más claras las exenciones a la obligación de publicar un folleto cuando las empresas venden a través de intermediarios (ventas minoristas sucesivas).
 - Se eliminan obligaciones de publicación que actualmente se solapan con las contempladas en la Directiva europea sobre la transparencia de la información sobre los emisores de valores.
 - Los emisores de valores no participativos tendrían la posibilidad de determinar su país de origen (sea o no miembro de la UE).
 - Se equipararía la definición de «inversores cualificados» en la Directiva europea sobre folletos con la de «clientes profesionales» en la Directiva europea sobre mercados de instrumentos financieros (MIFID).
 - Se dota a los folletos de una síntesis que constituirá una parte autónoma de los mismos, sencilla y de fácil comprensión para los inversores.
- **Directiva 2010/76/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre**, por la que se modifican las directivas 2006/48 y 2006/49 en lo que respecta a los requerimientos de capital de la cartera de negociación y de las retitulizaciones, y la supervisión de las políticas retributivas.

En virtud de esta norma, las entidades financieras deberán:

- Contar con más recursos financieros disponibles para cubrir los riesgos cuando inviertan en retitulizaciones.
 - Comunicar más información sobre el riesgo que asumen frente a productos complejos, para crear un clima de confianza que les permita volver a prestarse entre ellos.
 - Evaluar de otra manera los riesgos asociados a sus carteras de negociación para no verse obligados a vender cuando cae el mercado, y de ese modo agravar la situación al hacer caer todavía más los precios de mercado.
 - Establecer políticas retributivas que dejen de recompensar la asunción de riesgos excesivos por parte de sus directivos.
- **Directiva 2010/78/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre**, por la que se modifican las directivas 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2009/65/CE en relación con las facultades de la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación) y la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados).

La presente directiva tiene como objeto modificar ciertas normas comunitarias sobre el mercado de valores para que el SESF (Sistema Europeo de Supervisores Financieros) funcione con eficacia en lo que respecta al ámbito de actuación de las tres autoridades para garantizar su funcionamiento adecuado y eficaz.

Las autoridades europeas de supervisión estarán facultadas para la elaboración de proyectos de normas técnicas y para determinar cómo serán adoptados. Las normas técnicas se podrán establecer de dos formas: como actos delegados y como actos de ejecución de otros actos de la UE que sean jurídicamente vinculantes. El Parlamento Europeo y el Consejo podrán presentar objeciones a los actos delegados dentro de los tres meses siguientes a partir de la fecha de su notificación.

Las funciones de la Autoridad Europea de Valores y Mercados en relación con la Directiva sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores se entenderán sin perjuicio de la competencia del Sistema Europeo de Bancos Centrales.

V Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2007	2008	2009	2009		2010		
				IV	I	II	III	IV ²
IMPORTE EFECTIVOS³ (millones de euros)	69.955,5	16.349,3	11.390,7	2.311,3	241,5	5.115,3	2.322,6	6.619,4
Ampliaciones de capital	67.887,0	16.339,7	11.388,7	2.309,4	241,5	4.580,9	2.322,6	6.548,0
De ellas, mediante OPS	8.502,7	292,0	17,4	10,3	14,8	923,7	6,0	4,4
Tramo nacional	4.821,3	292,0	14,9	7,9	14,8	26,8	5,9	4,4
Tramo internacional	3.681,4	0,0	2,5	2,5	0,0	896,9	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.068,5	9,5	1,9	1,9	0,0	534,4	0,0	71,4
Tramo nacional	1.517,1	9,5	1,9	1,9	0,0	7,7	0,0	71,4
Tramo internacional	551,4	0,0	0,0	0,0	0,0	526,7	0,0	0,0
IMPORTE NOMINALES³ (millones de euros)	6.441,5	1.835,8	1.892,1	182,8	143,8	2.851,9	2.234,5	825,1
Ampliaciones de capital	6.358,4	1.835,7	1.892,0	182,7	143,8	2.851,9	2.234,5	816,2
De ellas, mediante OPS	1.122,9	100,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,7	1,0
Tramo nacional	676,0	100,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,7	0,9
Tramo internacional	446,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	83,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,9
Tramo nacional	46,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,9
Tramo internacional	37,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES⁴	100	54	53	19	10	18	12	16
Ampliaciones de capital	91	53	53	19	10	17	12	15
De ellas, mediante OPS	8	2	2	1	2	4	2	1
De ellas, liberadas	19	18	11	3	1	4	3	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	12	2	1	1	0	2	0	1
NÚMERO DE EMISORES⁴	57	39	34	16	10	13	10	13
Ampliaciones de capital	52	38	34	16	10	13	10	12
De ellas, mediante OPS	6	2	2	1	2	4	2	1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	8	2	1	1	0	1	0	1

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

2 Datos disponibles: noviembre 2010.

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

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

Ofertas públicas de venta y suscripción de acciones. Tramos por suscriptor

CUADRO 1.2

Millones de euros	2007	2008	2009	2009		2010		
				IV	I	II	III	IV ¹
OFERTAS PÚBLICAS DE SUSCRIPCIÓN	8.502,7	292,0	17,3	10,3	14,8	923,7	6,0	4,4
Mercado nacional	4.646,2	282,0	14,9	7,9	14,8	26,8	5,9	4,4
Suscriptores minoristas	2.841,0	191,5	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	0,0
Suscriptores institucionales	1.805,2	90,5	14,9	7,9	14,8	26,8	3,4	4,4
Mercado internacional	3.681,4	0,0	2,5	2,5	0,0	896,9	0,0	0,0
Empleados	175,2	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA	2.068,5	9,5	1,9	1,9	0,0	534,4	0,0	71,4
Mercado nacional	1.505,7	9,5	1,5	1,5	0,0	7,7	0,0	71,4
Suscriptores minoristas	393,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	1.111,8	9,5	1,5	1,5	0,0	7,7	0,0	71,4
Mercado internacional	551,4	0,0	0,0	0,0	0,0	526,7	0,0	0,0
Empleados	11,4	0,0	0,4	0,4	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: noviembre 2010.

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.3

	2007	2008	2009	2009		2010		
				IV	I	II	III	IV ²
Mercado continuo (MC). Total ³	143	136	133	133	132	131	129	129
Sin Nuevo mercado	142	136	133	133	132	131	129	129
Nuevo mercado	1	0	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	5	5	5	5	5	5	5	6
Segundo Mercado	11	8	7	7	6	6	6	6
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	9	6	5	5	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	31	29	29	29	29	28	28	28
Madrid	13	13	13	13	13	13	13	13
Barcelona	20	19	19	19	19	18	18	18
Bilbao	9	8	8	8	8	8	8	8
Valencia	9	7	6	6	6	6	6	6
Corros SICAV	8	3	1	1	1	1	1	1
MAB	3.287	3.347	3.251	3.251	3.213	3.193	3.175	3.158
Latibex	34	35	32	32	32	32	31	31

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: noviembre 2010.

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

Capitalización¹

CUADRO 1.4

Millones de euros	2007	2008	2009	2009		2010		
				IV	I	II	III	IV ²
Mercado continuo (MC). Total ³	892.053,8	531.194,2	639.087,1	639.087,1	590.182,8	506.500,6	568.142,8	529.792,1
Sin Nuevo mercado	891.875,7	531.194,2	639.087,1	639.087,1	590.182,8	506.500,6	568.142,8	529.792,1
Nuevo mercado	178,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras ⁴	134.768,6	61.317,5	94.954,0	94.954,0	92.275,8	76.530,8	83.898,4	93.863,8
Ibex 35	524.651,0	322.806,6	404.997,3	404.997,3	376.747,6	321.072,6	364.914,0	327.371,3
Segundo Mercado	286,8	109,9	80,9	80,9	69,1	66,4	74,9	75,6
Madrid	27,8	22,8	24,9	24,9	23,4	24,8	26,4	25,7
Barcelona	259,0	87,1	56,0	56,0	45,7	41,5	48,5	49,9
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	7.444,9	5.340,7	4.226,5	4.226,5	4.159,1	4.065,6	3.859,2	4.069,1
Madrid	1.840,6	1.454,7	997,3	997,3	958,0	920,7	924,0	911,2
Barcelona	4.627,8	3.580,2	3.400,6	3.400,6	3.336,4	3.276,0	3.139,2	3.363,8
Bilbao	108,2	45,9	435,4	435,4	433,4	386,9	386,9	371,2
Valencia	1.206,5	760,4	559,2	559,2	554,8	543,4	475,2	455,3
Corros SICAV ⁵	204,9	126,8	28,5	28,5	28,9	31,1	31,2	31,3
MAB ⁵	31.202,5	24.718,6	26.490,7	26.490,7	26.948,4	25.763,3	26.046,2	25.878,4
Latibex	427.773,6	210.773,5	412.628,9	412.628,9	437.016,7	405.461,9	408.834,8	422.556,9

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: noviembre 2010.

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

4 La capitalización de las sociedades extranjeras está calculada considerando la totalidad de sus acciones, estén o no depositadas en España.

5 Sólo se tiene en cuenta el número de acciones en circulación de las SICAV, pero no las acciones propias, debido a que el capital social lo comunican únicamente a final de año.

Contratación efectiva

CUADRO 1.5

Millones de euros	2007	2008	2009	2009		2010			
				IV	I	II	III	IV ¹	
Mercado continuo (MC). Total ²	1.653.354,8	1.228.392,4	877.073,5	256.295,3	226.191,0	294.779,6	213.520,2	221.125,3	
Sin Nuevo mercado	1.627.369,5	1.228.380,9	877.073,5	256.295,3	226.191,0	294.779,6	213.520,2	221.125,3	
Nuevo mercado	25.985,3	11,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Empresas extranjeras	7.499,3	1.407,1	4.750,4	1.573,3	1.704,5	2.294,1	1.158,2	872,6	
Segundo Mercado	192,9	31,7	3,2	0,4	0,3	0,9	0,5	1,3	
Madrid	8,9	3,4	2,0	0,4	0,3	0,6	0,5	1,3	
Barcelona	182,3	28,3	1,2	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Valencia	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Corros ex SICAV	792,7	182,1	52,8	10,4	14,1	8,9	53,1	74,5	
Madrid	236,1	73,9	16,5	1,3	1,2	4,5	8,6	1,0	
Barcelona	402,8	103,6	29,4	9,0	9,1	4,3	44,4	73,2	
Bilbao	0,1	0,1	1,1	0,0	3,9	0,0	0,0	0,0	
Valencia	153,8	4,5	5,9	0,1	0,0	0,2	0,1	0,3	
Corros SICAV	361,6	25,3	19,7	1,7	3,3	3,8	0,5	0,1	
MAB	6.985,2	7.060,3	5.080,1	1.544,4	1.089,0	1.143,6	768,4	678,4	
Latibex	868,2	757,7	434,7	120,0	146,5	162,1	93,5	74,2	

1 Datos disponibles: noviembre 2010.

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

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.6

Millones de euros	2007	2008	2009	2009		2010			
				IV	I	II	III	IV ²	
En sesión	1.577.249,5	1.180.835,9	833.854,9	243.475,3	218.800,9	282.043,0	202.084,6	216.247,6	
Órdenes	985.087,6	774.718,1	499.182,8	129.372,8	135.802,4	161.849,1	112.273,3	93.883,6	
Aplicaciones	155.085,1	105.673,9	51.335,8	15.150,6	14.134,7	16.114,0	12.924,2	10.474,3	
Bloques	437.076,8	300.443,9	283.336,3	98.952,0	68.863,7	104.079,8	76.887,0	111.889,7	
Fuera de hora	18.301,5	10.175,2	5.996,6	4.253,2	3.481,0	5.731,2	4.932,9	1.570,4	
Autorizadas	4.189,6	3.183,2	4.695,6	789,1	246,2	1.188,4	200,2	445,3	
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Opa	26.284,3	17.461,2	7.188,9	3,6	0,0	273,1	38,8	0,0	
OPV	11.177,4	292,0	1.325,0	0,0	0,0	1.448,2	0,0	0,0	
Toma de razón	2.954,4	1.066,8	5.202,6	9,0	0,0	0,7	2.272,7	0,0	
Ejercicio de opciones	10.240,4	9.661,9	11.443,2	5.063,3	1.741,6	2.487,4	2.010,5	1.511,2	
Operaciones de cobertura	2.957,8	5.716,3	7.366,7	2.701,8	1.921,4	1.607,6	1.980,4	1.350,7	

1 No incluye ETF (Exchange Traded Funds).

2 Datos disponibles: noviembre 2010.

Operaciones de crédito

CUADRO 1.7

Millones de euros	2007	2008	2009	2009		2010			
				IV	I	II	III	IV ¹	
CONTRATACIÓN									
Préstamo de valores ²	835.326,9	583.950,8	471.007,1	159.073,2	116.966,4	161.045,4	123.594,7	127.676,0	
Crédito de valores para su venta ³	555,4	624,9	704,3	153,0	153,6	158,8	155,6	87,7	
Crédito para compra de valores ³	411,3	154,7	106,4	21,5	19,0	17,0	12,9	12,0	
SALDO VIVO									
Préstamo de valores ²	79.532,9	43.647,8	47.322,2	47.322,2	42.162,6	39.413,7	37.101,6	35.832,7	
Crédito de valores para su venta ³	112,4	20,7	21,1	21,1	18,7	13,7	19,1	8,2	
Crédito para compra de valores ³	59,4	7,0	5,6	5,6	4,8	5,0	3,4	5,3	

1 Datos disponibles: noviembre 2010.

2 Reguladas en la Ley del Mercado de Valores, art. 36.7 y la Orden ECO/764/2004.

3 Operaciones realizadas al amparo de la Orden de 25/03/1991, sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado.

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas¹ en la CNMV

CUADRO 1.8

	2007	2008	2009	2009		2010		
				IV	I	II	III	IV ²
NÚMERO DE EMISORES	173	179	168	69	36	58	33	34
Cédulas hipotecarias	10	19	27	16	9	18	13	10
Cédulas territoriales	4	7	1	0	2	3	1	1
Bonos y obligaciones no convertibles	41	30	50	30	16	24	11	11
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	1	3	1	0	0	0	2
Bonos de titulación	77	88	68	13	5	9	7	8
Programas de pagarés	80	77	69	26	13	18	9	9
De titulación	3	2	2	1	0	1	0	1
Resto de pagarés	77	75	67	25	13	17	9	8
Otras emisiones de renta fija	2	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	5	8	23	1	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES	335	337	512	118	70	121	60	70
Cédulas hipotecarias	32	47	75	20	11	32	24	17
Cédulas territoriales	8	8	1	0	2	4	1	2
Bonos y obligaciones no convertibles	79	76	244	56	39	58	19	31
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	1	6	2	0	0	0	3
Bonos de titulación	101	108	76	13	5	9	7	8
Programas de pagarés	107	88	73	26	13	18	9	9
De titulación	3	2	2	1	0	1	0	1
Resto de pagarés	104	86	71	25	13	17	9	8
Otras emisiones de renta fija	3	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	5	9	37	1	0	0	0	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	648.757,0	476.275,7	387.475,8	74.198,8	51.667,5	57.409,7	61.634,8	31.969,0
Cédulas hipotecarias	24.695,5	14.300,0	35.573,9	11.055,0	4.650,0	10.892,4	10.317,0	6.625,0
Cédulas territoriales	5.060,0	1.820,0	500,0	0,0	400,0	4.700,0	300,0	500,0
Bonos y obligaciones no convertibles	27.416,0	10.489,6	62.249,0	12.370,1	8.732,8	6.811,4	1.287,2	3.690,6
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0,0	1.429,1	3.200,0	700,0	0,0	0,0	0,0	968,0
Bonos de titulación	141.627,0	135.252,5	81.651,2	10.301,2	2.875,0	15.698,5	28.189,7	4.727,3
Tramo nacional	94.049,0	132.730,1	77.289,4	9.696,5	2.875,0	15.205,0	28.189,7	4.703,3
Tramo internacional	47.578,0	2.522,4	4.361,9	604,7	0,0	493,5	0,0	24,0
Pagarés de empresa ³	442.433,5	311.738,5	191.341,7	39.752,6	35.009,7	19.307,5	21.540,9	15.458,2
De titulación	464,8	2.843,1	4.758,4	1.245,0	995,0	930,0	1.723,0	1.056,0
Resto de pagarés	441.968,7	308.895,4	186.583,3	38.507,6	34.014,7	18.377,5	19.817,9	14.402,2
Otras emisiones de renta fija	7.300,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	225,0	1.246,0	12.960,0	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	47.158,3	12.949,5	20.988,5	2.254,1	3.284,0	1.983,5	1.838,5	1.632,2
Emisiones aseguradas	86.161,1	9.169,5	4.793,8	784,8	299,0	0,0	0,0	0,0

1 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

2 Datos disponibles: noviembre 2010.

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

Admisión al mercado AIAF

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros	2007	2008	2009	2009		2010		
				IV	I	II	III	IV ¹
Total	640.096,2	476.710,4	388.455,0	68.506,9	56.552,9	53.030,8	65.590,3	30.419,2
Pagarés	439.787,3	314.417,4	191.427,7	37.110,1	37.414,8	18.699,8	22.148,0	16.322,7
Bonos y obligaciones	30.006,9	10.040,3	61.862,5	11.959,7	8.283,1	7.392,1	1.541,1	3.049,2
Cédulas hipotecarias	27.195,5	14.150,0	35.568,9	11.200,0	4.775,0	9.820,0	9.767,0	7.125,0
Cédulas territoriales	7.450,0	1.930,0	500,0	0,0	125,0	4.975,0	300,0	500,0
Bonos de titulación	135.149,5	135.926,6	85.542,9	7.495,2	5.855,0	12.144,0	31.834,2	3.422,3
Participaciones preferentes	507,0	246,0	13.552,9	742,0	100,0	0,0	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: noviembre 2010.

AIAF. Emisores, emisiones y saldo vivo

CUADRO 1.10

	2007	2008	2009		2010			
			2009	IV	I	II	III	IV ¹
NÚMERO DE EMISORES	492	556	614	614	618	618	628	629
Pagarés	73	72	67	67	66	63	66	63
Bonos y obligaciones	92	93	91	91	92	91	91	93
Cédulas hipotecarias	14	22	29	29	30	31	31	32
Cédulas territoriales	7	11	11	11	11	11	11	12
Bonos de titulización	316	383	442	442	445	447	454	455
Participaciones preferentes	50	52	60	60	61	60	59	59
Bonos matador	15	12	12	12	12	12	12	12
NÚMERO DE EMISIONES	4.314	4.639	4.084	4.084	4.062	3.773	3.648	3.687
Pagarés	2.493	2.489	1.507	1.507	1.464	1.144	999	1.030
Bonos y obligaciones	445	450	611	611	625	646	640	640
Cédulas hipotecarias	111	146	202	202	210	220	239	249
Cédulas territoriales	19	26	25	25	23	24	25	26
Bonos de titulización	1.157	1.436	1.629	1.629	1.630	1.630	1.638	1.635
Participaciones preferentes	71	78	96	96	96	95	93	93
Bonos matador	18	14	14	14	14	14	14	14
SALDO VIVO² (millones de euros)	758.559,8	819.637,7	870.981,1	870.981,1	866.273,2	839.512,9	851.816,2	849.371,4
Pagarés	98.467,6	71.762,2	41.647,0	41.647,0	45.347,2	32.547,3	27.299,7	28.310,3
Bonos y obligaciones	139.586,3	122.001,9	150.886,3	150.886,3	152.333,9	148.723,1	144.512,2	142.376,8
Cédulas hipotecarias	150.905,5	162.465,5	185.343,8	185.343,8	186.018,8	183.028,7	189.145,7	195.870,7
Cédulas territoriales	16.375,0	17.030,0	16.030,0	16.030,0	15.725,0	18.350,0	18.650,0	18.350,0
Bonos de titulización	328.924,6	422.010,7	442.831,5	442.831,5	432.505,7	422.610,5	440.255,3	432.510,2
Participaciones preferentes	23.062,6	23.308,6	33.183,8	33.183,8	33.283,8	33.194,5	30.894,5	30.894,5
Bonos matador	1.238,2	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8

1 Datos disponibles: noviembre 2010.

2 Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.11

Importes nominales en millones de euros	2007	2008	2009		2010			
			2009	IV	I	II	III	IV ¹
POR TIPO DE ACTIVO. Total	1.127.477,7	2.521.040,1	4.658.633,2	1.008.622,5	655.522,1	827.201,7	1.088.985,4	1.078.971,2
Pagarés	568.009,6	591.943,8	533.331,0	111.412,5	116.534,6	103.792,8	92.307,2	45.063,4
Bonos y obligaciones	87.035,7	80.573,8	321.743,0	108.864,2	158.121,4	222.442,8	192.302,0	243.203,1
Cédulas hipotecarias	80.811,2	129.995,3	263.150,0	50.553,9	20.802,8	67.917,3	86.114,0	43.121,9
Cédulas territoriales	7.749,8	10.142,3	7.209,0	781,1	889,3	8.436,1	3.213,7	1.028,9
Bonos de titulización	378.005,2	1.704.341,8	3.527.486,4	735.745,7	357.996,5	423.251,4	714.081,4	745.688,8
Participaciones preferentes	4.492,4	4.030,0	5.668,5	1.262,6	1.176,7	1.218,4	966,9	852,2
Bonos matador	1.373,8	13,2	45,2	2,5	0,9	143,0	0,2	12,9
POR TIPO DE OPERACIÓN. Total	1.127.477,7	2.521.040,1	4.658.633,2	1.008.622,5	655.522,1	827.201,7	1.088.985,4	1.078.971,2
Simple	416.477,9	387.897,1	378.348,4	86.264,0	82.774,2	81.767,7	55.230,8	39.270,6
Repo	441.362,7	381.505,0	362.068,7	83.265,5	88.416,1	82.787,8	72.123,5	39.150,5
Simultánea	269.637,1	1.751.638,0	3.918.216,1	839.093,0	484.331,9	662.646,2	961.631,2	1.000.550,1

1 Datos disponibles: noviembre 2010.

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros	2007	2008	2009		2010			
			2009	IV	I	II	III	IV ¹
Total	837.308,5	744.652,5	681.946,6	158.437,3	162.210,3	149.135,7	121.757,2	72.743,6
Sociedades no financieras	364.490,6	285.044,4	256.224,6	49.251,8	49.505,8	42.315,5	37.846,5	20.470,1
Instituciones financieras	282.816,9	334.851,6	298.909,1	72.792,9	75.137,6	78.273,1	68.828,4	41.517,0
Entidades de crédito	99.492,0	130.056,0	125.547,5	27.731,9	24.254,8	26.236,4	21.916,4	15.022,4
IC, seguros y fondos de pensiones	152.429,2	154.709,8	115.865,3	29.611,2	35.927,1	36.015,3	31.339,1	16.266,9
Otras entidades financieras	30.895,6	50.085,8	57.496,3	15.449,8	14.955,7	16.021,4	15.572,8	10.227,8
Administraciones públicas	7.762,4	6.331,2	5.808,5	900,1	1.222,0	1.425,4	160,5	174,0
Hogares e ISFLSH ²	28.534,8	13.344,0	14.647,8	6.031,8	6.377,6	3.090,8	2.234,1	1.721,6
Resto del mundo	153.703,8	105.081,2	106.356,6	29.460,8	29.967,2	24.030,8	12.687,8	8.860,9

1 Datos disponibles: noviembre 2010.

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

Admisión a bolsa¹

CUADRO 1.13

	2007	2008	2009	2009		2010		
				IV	I	II	III	IV ²
IMPORTE NOMINALES (millones de euros)	9.020,3	3.390,6	5.866,8	4.056,0	200,0	200,0	0,0	468,0
Bonos y obligaciones no convertibles	0,0	0,0	0,0	0,0	200,0	200,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0,0	0,0	4.510,8	2.700,0	0,0	0,0	0,0	468,0
Bonos de titulización	2.020,3	3.390,6	1.356,0	1.356,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	7.000,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EMISIONES	16	33	10	8	3	4	0	1
Bonos y obligaciones no convertibles	0	0	0	0	3	4	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	4	2	0	0	0	1
Bonos de titulización	15	33	6	6	0	0	0	0
Otros	1	0	0	0	0	0	0	0

1 Emisores privados. Incluye expedientes de emisión y de admisión.

2 Datos disponibles: noviembre 2010.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.14

	2007	2008	2009	2009		2010		
				IV	I	II	III	IV ¹
NÚMERO DE EMISORES	53	58	62	62	61	62	62	62
Emisores privados	40	45	48	48	47	48	48	48
Sociedades no financieras	6	5	6	6	5	5	5	5
Instituciones financieras privadas	34	40	42	42	42	43	43	43
Administraciones públicas ³	13	13	14	14	14	14	14	14
Comunidades autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
NÚMERO DE EMISIONES	249	271	269	269	260	258	257	249
Emisores privados	133	157	155	155	152	151	150	150
Sociedades no financieras	12	9	10	10	8	8	8	7
Instituciones financieras privadas	121	148	145	145	144	143	142	143
Administraciones públicas ³	116	114	114	114	108	107	107	99
Comunidades autónomas	83	82	76	76	69	68	68	61
SALDO VIVO² (millones de euros)	25.654,7	29.142,6	36.299,5	36.299,5	36.329,8	36.674,9	36.480,1	36.621,0
Emisores privados	14.958,1	17.237,9	21.600,9	21.600,9	21.083,8	19.462,5	19.110,1	19.371,5
Sociedades no financieras	452,5	381,0	1.783,7	1.783,7	1.778,2	377,3	377,1	376,7
Instituciones financieras privadas	14.505,6	16.856,9	19.817,2	19.817,2	19.305,6	19.085,2	18.733,0	18.994,8
Administraciones públicas ³	10.696,6	11.904,7	14.698,6	14.698,6	15.246,0	17.212,3	17.370,0	17.249,6
Comunidades autónomas	8.862,6	9.972,5	12.338,3	12.338,3	12.836,3	14.803,4	14.961,8	14.861,4

1 Datos disponibles: noviembre 2010.

2 Importes nominales.

3 No incluye deuda anotada.

Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.15

	2007	2008	2009	2009		2010		
				IV	I	II	III	IV ¹
Importes nominales en millones de euros								
Mercado electrónico	448,9	1.580,1	633,0	279,6	83,8	207,1	97,1	3.082,5
Corros	7.154,3	7.842,1	4.008,4	2.892,5	328,9	1.404,5	1.117,8	3.279,6
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	7.040,1	7.674,9	3.821,1	2.798,4	101,5	1.373,0	1.051,6	3.265,6
Bilbao	7,5	6,1	4,6	0,8	0,8	0,7	0,4	0,4
Valencia	106,7	161,1	182,7	92,4	226,6	30,9	65,8	13,6
Deuda anotada	33,6	46,2	49,1	9,6	11,8	304,0	6,3	9,2
Deuda comunidades autónomas	83.967,7	71.045,0	70.065,8	15.216,3	18.577,3	12.510,5	10.924,7	3.066,2

1 Datos disponibles: noviembre 2010.

Sistemas organizados de negociación: SENAF y MTS.

CUADRO 1.16

Contratación de deuda pública por modalidad

	2007	2008	2009	2009		2010		
				IV	I	II	III	IV ¹
Importes nominales en millones de euros								
Total	174.046,3	132.327,4	202.120,5	65.944,6	83.724,5	64.903,8	75.677,6	36.618,2
Simple	134.147,0	89.010,5	114.314,0	50.843,5	53.396,0	19.326,0	16.173,0	19.751,0
Simultáneas	39.899,3	43.316,9	86.806,5	14.576,1	29.997,5	45.536,8	59.504,6	16.867,2
Otras operaciones	0,0	0,0	1.000,0	525,0	331,0	41,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: noviembre 2010.

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.17

	2007	2008	2009	2009		2010		
				IV	I	II	III	IV ¹
Número de contratos								
Sobre deuda	13	12	18	4	4	4	4	0
Futuro sobre bono nocal ²	13	12	18	4	4	4	4	0
Sobre Ibex 35 ^{3,4}	9.288.909	8.433.963	6.187.544	1.499.223	1.635.380	2.279.397	1.446.089	1.061.968
Futuro sobre Ibex 35 plus	8.435.258	7.275.299	5.436.989	1.323.307	1.467.635	2.053.136	1.327.272	974.366
Futuro mini sobre Ibex 35	286.574	330.042	314.829	69.660	87.166	128.596	69.900	49.584
Opción call mini	227.535	323.874	230.349	53.552	35.979	33.861	21.602	16.490
Opción put mini	339.542	504.749	205.377	52.704	44.600	63.804	27.315	21.529
Sobre acciones ⁵	34.887.808	64.554.817	80.114.693	16.243.034	13.957.914	12.831.247	13.107.040	9.438.548
Futuros	21.294.315	46.237.568	44.586.779	5.501.720	4.136.308	3.927.137	4.969.808	3.064.342
Opción call	6.775.525	7.809.423	18.864.840	6.046.542	4.357.759	4.164.723	4.413.718	2.813.297
Opción put	6.817.968	10.507.826	16.663.074	4.694.772	5.463.847	4.739.387	3.723.514	3.560.909
Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex								
Sobre deuda ⁶	1.059.113	869.105	558.848	138.338	137.861	103.847	59.521	45.685
Sobre índices ⁷	1.371.250	1.169.059	835.159	208.726	212.055	165.818	101.741	84.913

1 Datos disponibles: noviembre 2010.

2 Nominal del contrato: 100 mil euros.

3 El número de los contratos mini (multiplicador de 1 euro) se ha homogeneizado al tamaño de los contratos de los futuros sobre Ibex 35 plus (multiplicador de 10 euros).

4 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.

5 Nominal del contrato: 100 acciones.

6 Futuros sobre Bund, Bobl y Schatz.

7 Futuros sobre Dax 30, DJ EuroStoxx 50 y DJ Stoxx 50.

1.3.2 Warrants, contratos de compra / venta de opciones y ETF

Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.18

	2007	2008	2009	2009		2010		
				IV	I	II	III	IV ¹
WARRANTS²								
Importe de las primas (millones de euros)	8.920,3	12.234,4	5.165,1	1.252,0	1.324,5	1.602,0	761,4	615,5
Sobre acciones	6.215,1	6.914,1	2.607,1	525,7	699,4	829,8	302,5	295,7
Sobre índices	2.311,2	4.542,8	2.000,1	614,4	491,5	613,0	367,3	219,2
Otros ³	394,0	777,5	558,0	111,9	133,6	159,3	91,6	100,5
Número de emisiones	7.005	9.790	7.342	1.616	2.164	2.417	1.260	1.172
Número de emisores	7	8	9	6	7	8	6	5
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	151,0	77,0	35,0	35,0	5,0	32,0	20,0	7,0
Sobre acciones	145,0	77,0	25,0	25,0	5,0	32,0	10,0	7,0
Sobre índices	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros ³	6,0	0,0	10,0	10,0	0,0	0,0	10,0	0,0
Número de emisiones	9	4	3	3	1	3	2	1
Número de emisores	3	1	1	1	1	1	1	1

1 Datos disponibles: noviembre 2010.

2 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

3 Incluye los siguientes subyacentes: cestas de valores, tipos de cambio, tipos de interés y materias primas.

Bolsa de valores. Contratación de warrants y ETF

CUADRO 1.19

	2007	2008	2009	2009	2010			
				IV	I	II	III	IV ¹
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	5.129,6	2.943,7	1.768,4	382,0	335,5	503,6	397,9	249,2
Sobre acciones nacionales	3.200,7	1.581,9	809,9	170,7	144,8	235,9	198,0	115,5
Sobre acciones extranjeras	474,2	145,7	97,6	25,6	14,4	20,8	8,4	9,9
Sobre índices	1.376,6	1.063,3	761,2	160,4	159,9	229,6	169,2	96,0
Otros ²	78,1	152,8	99,7	25,2	16,4	17,3	22,4	27,7
Número de emisiones ³	7.837	9.770	8.038	3.038	3.066	3.489	3.007	2.528
Número de emisores ³	9	10	10	10	9	8	9	9
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	49,8	16,8	39,2	9,7	6,5	4,1	7,8	2,1
Número de emisiones ³	14	26	22	16	15	14	13	12
Número de emisores ³	5	4	4	2	2	2	2	2
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	4.664,5	6.938,1	3.470,6	1.092,8	1.675,4	2.715,1	746,4	649,3
Número de fondos	21	30	32	32	32	32	43	65
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	885,8	1.630,3	1.648,4	1.648,4	1.452,8	986,6	960,2	n.d.

1 Datos disponibles: noviembre 2010.

2 Incluye los siguientes subyacentes: cestas de valores, tipos de cambio, tipos de interés y materias primas.

3 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada período.

4 Sólo incluye el patrimonio de los ETF's nacionales debido a que no se dispone del patrimonio de los extranjeros.

n.d.: Dato no disponible.

1.3.3 Derivados no financieros
Negociación en MFAO¹

CUADRO 1.20

	2007	2008	2009	2009	2010			
				IV	I	II	III	IV ²
Número de contratos								
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante ³	46.405	48.091	135.705	27.325	52.695	46.540	41.555	22.525

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: noviembre 2010.

3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

2 Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2007	2008	2009	2009	2010	II	III	IV ¹
				IV	I			
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	46	51	50	50	50	51	51	50
Sucursales	102	79	78	78	79	79	79	80
Representantes	6.657	6.041	6.102	6.102	6.183	6.284	6.387	6.455
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	53	50	50	50	52	48	47	47
Sucursales	12	9	9	9	9	8	8	10
Representantes	625	639	638	638	691	662	660	665
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	11	10	9	9	9	8	8	7
Sucursales	4	4	5	5	5	5	5	5
Representantes	6	6	5	5	5	4	4	3
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO²								
Entidades nacionales	-	-	16	16	26	36	42	48
ENTIDADES DE CRÉDITO³								
Entidades nacionales	201	195	193	193	194	193	189	186

1 Datos disponibles: noviembre 2010.

2 Nuevo tipo de empresa de servicios de inversión, creada por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV), y regulada por la Circular 10/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3 Fuente: Banco de España.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2007	2008	2009	2009	2010	II	III	IV ¹
				IV	I			
Total	1.766	2.232	2.346	2.346	2.443	2.496	2.563	2.606
ESI ² en el Espacio Económico Europeo	1.394	1.818	1.922	1.922	2.011	2.065	2.129	2.176
Con sucursal	29	37	36	36	35	39	40	41
En libre prestación de servicios	1.365	1.781	1.886	1.886	1.976	2.026	2.089	2.135
Entidades de crédito ³	372	414	424	424	432	431	434	430
Comunitarias	363	405	414	414	422	421	424	420
Con sucursal	52	56	53	53	54	56	56	54
En libre prestación de servicios	310	348	360	360	367	364	367	365
Filiales en libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	1	1	1
Extracomunitarias	9	9	10	10	10	10	10	10
Con sucursal	8	8	8	8	8	8	8	8
En libre prestación de servicios	1	1	2	2	2	2	2	2

1 Datos disponibles: noviembre 2010.

2 Empresas de Servicios de Inversión.

3 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros	III 2009				III 2010			
	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total
RENDA FIJA								
Total	127.930	2.368.841	223.570	2.720.341	136.410	2.768.220	195.804	3.100.434
Sociedades de valores	110.208	45.070	33.270	188.548	124.065	799.040	127.136	1.050.241
Agencias de valores	17.722	2.323.771	190.300	2.531.793	12.345	1.969.180	68.668	2.050.193
RENDA VARIABLE								
Total	263.663	1.278	14.852	279.793	206.292	933	16.668	223.893
Sociedades de valores	249.796	1.092	12.815	263.703	201.963	846	15.507	218.316
Agencias de valores	13.867	186	2.037	16.090	4.329	87	1.161	5.577

1 Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros	III 2009				III 2010			
	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total
Total	747.306	1.417.180	507.142	2.671.628	671.498	1.707.379	533.839	2.912.716
Sociedades de valores	708.031	1.222.386	26.152	1.956.569	667.283	1.425.146	460.169	2.552.598
Agencias de valores	39.275	194.794	480.990	715.059	4.215	282.233	73.670	360.118

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

2 Datos acumulados del periodo.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

	III 2009			III 2010		
	Total	IIC ²	Otras ³	Total	IIC ²	Otras ³
NÚMERO DE CARTERAS						
Total	12.677	142	12.535	13.228	147	13.081
Sociedades de valores	6.723	66	6.657	7.685	77	7.608
Agencias de valores	3.379	43	3.336	3.231	53	3.178
Sociedades gestoras de cartera	2.575	33	2.542	2.312	17	2.295
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)						
Total	8.201.101	1.761.540	6.439.561	9.518.130	2.049.617	7.468.513
Sociedades de valores	3.194.579	608.680	2.585.899	4.161.850	905.029	3.256.821
Agencias de valores	2.159.902	884.523	1.275.379	2.346.861	972.907	1.373.954
Sociedades gestoras de cartera	2.846.620	268.337	2.578.283	3.009.419	171.681	2.837.738

1 Datos a final de periodo.

2 Incluye tanto la gestión directa como mediante acuerdos de delegación de gestión de activos de IIC residentes, así como gestión de IIC no residentes.

3 Incluye el resto de clientes, tanto cubiertos como no cubiertos por el Fondo de Garantía de Inversiones, según establece el RD 948/2001, del 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores.

Asesoramiento financiero. Número de contratos y patrimonio asesorado¹

CUADRO 2.6

	III 2009			III 2010		
	Total ²	Cientes minoristas	Cientes profesionales	Total ²	Cientes minoristas	Cientes profesionales
NÚMERO DE CONTRATOS						
Total	2.972	2.906	62	5.261	5.186	72
Sociedades de valores	63	56	4	1.200	1.192	5
Agencias de valores	2.422	2.372	49	3.257	3.201	56
Sociedades gestoras de cartera	487	478	9	804	793	11
PATRIMONIO ASESORADO (miles de euros)						
Total	6.244.920	1.482.138	4.249.573	7.023.532	2.266.041	4.395.489
Sociedades de valores	947.304	271.992	189.020	1.131.820	548.967	220.851
Agencias de valores	1.938.083	919.213	991.953	2.251.072	1.323.085	927.987
Sociedades gestoras de cartera	3.359.533	290.933	3.068.600	3.640.640	393.989	3.246.651

1 Datos a final de período.

2 Incluye clientes minoristas, profesionales y otros clientes.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores¹

CUADRO 2.7

Miles de euros ²	2007	2008	2009	2009	2010	II	III	IV ³
				IV	I			
I. Margen de intereses	-29.968	109.682	163.272	163.272	7.810	43.915	79.231	83.321
II. Comisiones netas	893.803	674.204	562.082	562.082	131.174	279.871	391.165	433.736
Comisiones percibidas	1.181.772	943.619	782.214	782.214	195.160	423.657	593.521	655.147
Tramitación y ejecución de órdenes	775.418	648.036	548.362	548.362	137.816	306.583	420.088	459.337
Colocación y aseguramiento de emisiones	62.145	42.502	26.326	26.326	772	2.906	4.314	5.144
Depósito y anotación de valores	25.351	21.198	16.183	16.183	4.054	11.218	16.775	18.631
Gestión de carteras	29.649	17.306	11.768	11.768	3.043	6.366	10.044	11.159
Diseño y asesoramiento	65.083	56.671	60.477	60.477	14.069	27.094	38.344	44.021
Búsqueda y colocación de paquetes	9	12	10	10	7	7	36	36
Operaciones de crédito al mercado	23	19	14	14	2	5	8	8
Comercialización de IIC ⁴	138.481	91.167	63.341	63.341	16.388	32.261	48.242	53.863
Otras	85.613	66.708	55.733	55.733	19.009	37.217	55.672	62.947
Comisiones satisfechas	287.969	269.415	220.133	220.133	63.986	143.785	202.356	221.411
III. Resultado de inversiones financieras ⁵	-239.572	800.194	45.266	45.266	-4.943	76.990	9.841	7.244
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	486.643	-626.527	21.820	21.820	41.152	-36.773	39.867	44.327
V. Margen bruto	1.110.906	957.553	792.440	792.440	175.192	364.004	520.104	568.627
VI. Resultado de explotación	587.354	434.209	339.706	339.706	72.507	149.310	197.788	209.495
VII. Resultado de actividades continuadas	540.390	365.374	250.984	250.984	64.583	132.181	173.280	182.903
VIII. Resultado neto del ejercicio	540.390	367.665	250.984	250.984	64.583	132.181	173.280	182.903

1 A partir del IV trimestre de 2008 los datos proceden de la información remitida por las empresas de servicios de inversión según la nueva circular 7/2008 que modifica su régimen contable. Con el fin de homogeneizar las series de datos, se han introducido algunas modificaciones en los trimestres anteriores.

2 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

3 Datos disponibles: octubre 2010.

4 En los períodos anteriores al IV trimestre de 2008 se refiere a "Suscripción y reembolso de IIC".

5 Denominado anteriormente "Beneficios netos en valores". No incluye la dotación de provisiones por minusvalías de la cartera de negociación, ni su aplicación y recuperación. Dichas partidas se contabilizan en "Resultado de explotación".

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros ³	Total		Margen de intereses		Inversiones Financieras ¹		Diferencias de cambio y otras partidas ²	
	III 2009	III 2010	III 2009	III 2010	III 2009	III 2010	III 2009	III 2010
Total	243.767	133.659	132.653	79.231	56.609	9.841	54.506	44.586
Activos monetarios y deuda pública	5.636	12.124	622	3.665	5.014	8.459	-	-
Otros valores de renta fija	-167.298	64.716	65.677	14.079	-232.975	50.637	-	-
Cartera interior	-172.979	54.883	63.936	13.090	-236.914	41.793	-	-
Cartera exterior	5.681	9.833	1.741	989	3.940	8.844	-	-
Renta variable	820.408	290.910	67.455	61.507	752.953	229.403	-	-
Cartera interior	242.917	-12.594	41.806	44.332	201.111	-56.925	-	-
Cartera exterior	577.491	303.504	25.649	17.175	551.842	286.329	-	-
Derivados	-461.173	-278.971	-	-	-461.173	-278.971	-	-
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-19.522	-1.331	-19.522	-1.331	-	-	-	-
Operaciones de crédito al mercado	1	0	1	0	-	-	-	-
Depósito y otras operaciones con intermediarios	1.694	227	1.694	227	-	-	-	-
Diferencias de cambio netas	-8.426	38.118	-	-	-	-	-8.426	38.118
Otros productos y cargas de explotación	10.123	1.748	-	-	-	-	10.123	1.748
Otras operaciones	62.324	6.118	16.726	1.085	-7.210	313	52.808	4.719

1 Los resultados procedentes de inversiones financieras no incluyen la dotación, aplicación y recuperación de provisiones por minusvalías.

2 La columna que anteriormente aparecía como "Otras dotaciones" ha sido sustituida por una nueva columna que incluye, además de las dotaciones a provisiones para riesgos, los resultados por diferencias de cambio y otros productos y cargas de explotación.

3 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores¹

CUADRO 2.9

Miles de euros ²	2007	2008	2009	2009	2010			
				IV	I	II	III	IV ³
I. Margen de intereses	14.395	7.980	2.652	2.652	191	732	1.099	1.214
II. Comisiones netas	237.403	149.874	127.410	127.410	33.173	56.876	80.234	88.485
Comisiones percibidas	310.892	172.344	144.373	144.373	37.586	65.412	92.624	102.106
Tramitación y ejecución de órdenes	131.976	62.345	53.988	53.988	13.953	21.791	29.565	32.159
Colocación y aseguramiento de emisiones	2.501	4.847	2.989	2.989	272	610	1.368	1.452
Depósito y anotación de valores	1.680	676	509	509	94	186	276	310
Gestión de carteras	27.457	21.137	19.633	19.633	4.704	8.808	13.861	15.010
Diseño y asesoramiento	2.224	4.962	2.806	2.806	719	2.032	1.972	2.810
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	0	0	115	115	128	145
Operaciones de crédito al mercado	0	10	28	28	354	10	26	27
Comercialización de IIC ⁴	74.918	31.287	23.966	23.966	6.613	12.004	17.611	19.571
Otras	70.136	47.081	40.453	40.453	10.763	19.855	27.816	30.621
Comisiones satisfechas	73.489	22.470	16.963	16.963	4.412	8.536	12.390	13.621
III. Resultado de inversiones financieras ⁵	2.212	-1.176	1.709	1.709	-37	-104	23	64
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-407	3.526	-1.111	-1.111	-101	-376	-955	-1.079
V. Margen bruto	253.603	160.204	130.661	130.661	33.226	57.128	80.400	88.684
VI. Resultado de explotación	85.423	20.377	9.090	9.090	4.461	4.894	6.330	6.737
VII. Resultado de actividades continuadas	86.017	14.372	4.862	4.862	4.088	4.443	5.700	6.054
VIII. Resultado neto del ejercicio	86.017	14.372	4.862	4.862	4.088	4.443	5.700	6.054

- 1 A partir del IV trimestre de 2008 los datos proceden de la información remitida por las empresas de servicios de inversión según la nueva circular 7/2008 que modifica su régimen contable. Con el fin de homogeneizar las series de datos, se han introducido algunas modificaciones en los trimestres anteriores.
- 2 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.
- 3 Datos disponibles: octubre 2010.
- 4 En los períodos anteriores al IV trimestre de 2008 se refiere a "Suscripción y reembolso de IIC".
- 5 Denominado anteriormente "Beneficios netos en valores". No incluye la dotación de provisiones por minusvalías de la cartera de negociación, ni su aplicación y recuperación. Dichas partidas se contabilizan en "Resultado de explotación".

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera¹

CUADRO 2.10

Miles de euros ²	2007	2008	2009	2009	2010			
				IV	I	II	III	IV ³
I. Margen de intereses	1.442	1.482	341	341	63	165	274	326
II. Comisiones netas	15.501	12.044	10.734	10.734	3.333	5.967	8.393	9.274
Comisiones percibidas	27.340	23.877	21.750	21.750	6.085	11.440	16.559	18.358
Gestión de carteras	24.239	20.683	18.463	18.463	4.642	9.218	13.645	15.274
Diseño y asesoramiento	2.614	2.484	2.698	2.698	1.289	1.921	1.101	1.226
Comercialización de IIC ⁴	34	66	18	18	17	26	34	34
Otras	453	644	571	571	138	275	1.779	1.825
Comisiones satisfechas	11.839	11.833	11.016	11.016	2.752	5.473	8.167	9.084
III. Resultado de inversiones financieras ⁵	96	-108	92	92	-11	65	96	103
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-37	-418	-383	-383	-111	-157	-265	-281
V. Margen bruto	17.002	13.000	10.784	10.784	3.275	6.040	8.497	9.421
VI. Resultado de explotación	6.896	1.157	1.296	1.296	806	1.411	1.189	1.506
VII. Resultado de actividades continuadas	4.837	765	889	889	724	1.170	1.009	1.217
VIII. Resultado neto del ejercicio	4.837	765	889	889	724	1.170	1.009	1.217

- 1 A partir del IV trimestre de 2008 los datos proceden de la información remitida por las empresas de servicios de inversión según la nueva circular 7/2008 que modifica su régimen contable. Con el fin de homogeneizar las series de datos, se han introducido algunas modificaciones en los trimestres anteriores.
- 2 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.
- 3 Datos disponibles: octubre 2010.
- 4 En los períodos anteriores al IV trimestre de 2008 se refiere a "Suscripción y reembolso de IIC".
- 5 Denominado anteriormente "Beneficios netos en valores". No incluye la dotación de provisiones por minusvalías de la cartera de negociación, ni su aplicación y recuperación. Dichas partidas se contabilizan en "Resultado de explotación".

Margen de cobertura de los recursos propios sobre el coeficiente de solvencia^{1,2}

CUADRO 2.11

Miles de euros	Exceso		Número de entidades según porcentaje del exceso									
	Importe total	% ³	< 50	<100	<150	<200	<300	<400	<500	<750	<1000	>1000
Total	1.335.535	253,62	16	15	13	13	16	7	8	8	6	4
Sociedades de valores	1.249.305	262,32	5	5	3	6	11	7	4	4	4	2
Agencias de valores	64.386	183,05	10	8	9	6	4	0	4	4	2	0
Sociedades gestoras de cartera	21.844	144,05	1	2	1	1	1	0	0	0	0	2

1 Datos disponibles: septiembre 2010.

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

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

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

CUADRO 2.12

	Número de entidades según su rentabilidad anualizada										
	Media ³	Pérdidas	0-5%	6-15%	16-30%	31-45%	46-60%	61-75%	76-100%	>100%	
Total	13,51	32	19	23	9	9	7	1	1	5	
Sociedades de valores	14,02	14	8	13	6	4	2	1	0	3	
Agencias de valores	7,92	17	7	9	2	5	4	0	1	2	
Sociedades gestoras de cartera	3,98	1	4	1	1	0	1	0	0	0	

1 El ROE se ha calculado como:

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

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

2 Datos disponibles: septiembre 2010.

3 Media ponderada por fondos propios, en %.

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

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

CUADRO 3.1

	2007	2008	2009	2009		2010		
				IV	I	II	III	IV'
Total IIC de carácter financiero	6.296	6.354	5.892	5.892	5.808	5.724	5.679	5.666
Fondos de inversión	2.954	2.943	2.593	2.593	2.534	2.464	2.443	2.446
Sociedades de inversión	3.290	3.347	3.232	3.232	3.206	3.195	3.171	3.155
IIC de IIC de inversión libre	31	40	38	38	37	34	33	33
IIC de inversión libre	21	24	29	29	31	31	32	32
Total IIC inmobiliarias	18	18	16	16	16	16	16	16
Fondos de inversión inmobiliaria	9	9	8	8	8	8	8	8
Sociedades de inversión inmobiliaria	9	9	8	8	8	8	8	8
Total IIC extranjeras comercializadas en España	440	563	582	582	615	636	652	658
Fondos extranjeros comercializados en España	225	312	324	324	353	365	376	378
Sociedades extranjeras comercializadas en España	215	251	258	258	262	271	276	280
SGIIC	120	120	120	120	122	124	123	122
Depositarias IIC	126	125	124	124	123	122	117	116

1 Datos disponibles: noviembre 2010.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II'	III'
Total IIC de carácter financiero	8.487.205	6.358.753	5.895.009	5.878.215	5.895.009	5.907.673	5.841.721	5.765.196
Fondos de inversión	8.053.049	5.923.352	5.475.403	5.461.473	5.475.403	5.489.598	5.423.206	5.348.482
Sociedades de inversión	434.156	435.401	419.606	416.742	419.606	418.075	419.307	416.714
Total IIC inmobiliarias	146.353	98.327	84.511	88.832	84.511	82.574	77.714	77.116
Fondos de inversión inmobiliaria	145.510	97.390	83.583	87.903	83.583	81.647	76.772	76.182
Sociedades de inversión inmobiliaria	843	937	928	929	928	927	942	934
Total IIC extranjeras comercializadas en España	850.931	593.488	685.094	613.561	685.094	748.749	791.378	811.077
Fondos extranjeros comercializados en España	142.782	102.922	139.102	123.575	139.102	157.027	181.038	186.615
Sociedades extranjeras comercializadas en España	708.149	490.566	545.992	489.986	545.992	591.722	610.340	624.462

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II'	III'
Total IIC de carácter financiero	286.522,4	200.522,4	196.472,5	195.352,4	196.472,5	193.941,8	180.899,1	178.778,0
Fondos de inversión ²	255.040,9	175.865,5	170.547,7	169.458,4	170.547,7	167.524,3	155.295,5	152.646,5
Sociedades de inversión	31.481,5	24.656,9	25.924,8	25.894,0	25.924,8	26.417,5	25.602,6	26.131,5
Total IIC inmobiliarias	9.121,4	7.778,8	6.773,7	6.807,3	6.773,7	6.668,4	6.606,6	6.524,2
Fondos de inversión inmobiliaria	8.608,5	7.406,9	6.465,1	6.494,3	6.465,1	6.363,7	6.279,6	6.201,5
Sociedades de inversión inmobiliaria	512,9	371,9	308,6	313,0	308,6	304,6	327,0	322,7
Total IIC extranjeras comercializadas en España	37.092,7	18.254,8	25.207,2	20.684,8	25.207,2	30.864,9	32.364,8	32.816,0
Fondos extranjeros comercializados en España	7.010,3	3.352,0	5.215,1	4.410,2	5.215,1	6.519,3	7.477,2	7.643,8
Sociedades extranjeras comercializadas en España	30.082,4	14.902,8	19.992,0	16.274,6	19.992,0	24.345,6	24.887,7	25.172,2

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 septiembre 2010, del orden de 8.300 millones de euros.

- a En las referencias a los "Fondos de inversión" de todo el capítulo, no se incluyen los fondos de inversión libre ni los fondos de IIC de inversión libre.
- b Como consecuencia de la entrada en vigor, el 31 de diciembre de 2008, de las nuevas circulares CR CNMV 3/2008 y CR CNMV 7/2008, en las que se modifica la información contable a remitir a la CNMV puede haber modificaciones en los cuadros con el fin de adaptarse a las anteriores.
- c A partir del Boletín 2009-II se agruparán los datos de IIC de IIC de inversión libre y los de IIC de inversión libre en el cuadro 3.12.
- d A partir de Marzo 2009 cuando se hace referencia a las IIC extranjeras (patrimonio y número de partícipes) no se incluyen los datos de los ETF.

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión¹

CUADRO 3.4

Millones de euros	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III
Patrimonio	255.040,9	175.865,5	170.547,7	169.458,4	170.547,7	167.524,3	155.295,5	152.646,4
Cartera de inversiones financieras	239.266,6	166.384,7	163.165,5	161.747,5	163.165,5	160.119,6	148.166,2	144.724,3
Cartera interior	134.564,1	107.347,7	100.642,6	101.271,4	100.642,6	96.322,9	92.605,7	91.422,4
Valores representativos de deuda	103.798,8	81.904,6	74.628,9	76.391,7	74.628,9	71.916,5	69.173,9	68.366,9
Instrumentos de patrimonio	11.550,1	4.023,2	4.741,0	4.453,4	4.741,0	4.384,1	3.611,2	3.994,8
Instituciones de inversión colectiva	18.662,1	10.134,3	9.041,5	8.122,9	9.041,5	8.930,1	8.876,9	8.424,5
Depósitos en EECC	-	10.657,6	11.552,2	11.681,3	11.552,2	10.531,5	10.508,4	10.167,6
Derivados	553,2	627,9	679,0	622,2	679,0	560,7	435,3	467,6
Otros	-	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Cartera exterior	104.702,5	59.035,2	62.487,1	60.440,8	62.487,1	63.745,9	55.515,6	53.263,0
Valores representativos de deuda	66.604,8	49.659,8	48.435,3	48.807,6	48.435,3	47.491,3	39.619,4	36.499,7
Instrumentos de patrimonio	16.731,6	5.216,1	7.783,2	6.655,1	7.783,2	8.291,3	7.615,6	8.003,2
Instituciones de inversión colectiva	16.924,4	3.524,5	5.666,4	4.444,6	5.666,4	7.398,7	7.844,9	8.254,3
Depósitos en EECC	-	17,5	82,4	27,4	82,4	79,9	81,5	73,1
Derivados	4.441,7	599,5	518,7	505,1	518,7	483,6	349,2	427,4
Otros	-	17,8	1,1	1,0	1,1	1,2	5,0	5,4
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	-	1,8	35,8	35,3	35,8	49,9	44,9	38,9
Inmovilizado intangible	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tesorería	15.413,5	8.703,2	7.267,7	7.456,9	7.267,7	7.350,8	6.817,4	7.933,3
Neto deudores/acreedores	360,8	777,7	114,5	254,0	114,5	53,9	311,9	-11,2

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

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

CUADRO 3.5

Millones de euros	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III
Patrimonio	31.481,5	24.656,9	25.924,8	25.894,0	25.924,8	26.417,5	25.602,6	26.131,5
Cartera de inversiones financieras	30.037,4	23.446,9	24.813,5	24.849,6	24.813,5	25.334,6	24.471,5	25.015,5
Cartera interior	17.075,3	16.176,3	13.514,3	14.458,1	13.514,3	12.908,6	12.390,0	13.036,9
Valores representativos de deuda	9.516,5	10.435,1	7.400,5	8.237,3	7.400,5	6.744,2	5.840,4	5.717,5
Instrumentos de patrimonio	6.174,4	3.214,9	3.376,3	3.363,8	3.376,3	3.153,2	2.754,0	2.945,3
Instituciones de inversión colectiva	1.362,3	1.108,8	1.091,1	1.171,2	1.091,1	987,1	831,9	807,6
Depósitos en EECC	-	1.383,5	1.631,5	1.666,0	1.631,5	2.014,0	2.963,0	3.546,8
Derivados	22,1	9,8	-6,6	-4,3	-6,6	-11,8	-22,4	-5,8
Otros	-	24,4	21,7	24,1	21,7	22,0	23,1	25,7
Cartera exterior	12.962,2	7.267,8	11.294,2	10.385,7	11.294,2	12.419,9	12.075,1	11.970,8
Valores representativos de deuda	2.189,9	2.609,6	4.606,6	4.502,2	4.606,6	4.681,7	4.340,4	4.001,8
Instrumentos de patrimonio	5.120,0	2.014,6	3.559,3	3.099,6	3.559,3	4.002,4	3.793,3	3.852,6
Instituciones de inversión colectiva	5.426,7	2.486,4	2.987,4	2.638,4	2.987,4	3.611,3	3.807,1	3.930,4
Depósitos en EECC	-	28,9	26,3	30,3	26,3	16,8	18,0	44,5
Derivados	225,6	120,5	113,0	113,7	113,0	105,3	108,3	134,9
Otros	-	7,8	1,6	1,6	1,6	2,4	8,0	6,6
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	-	2,8	4,9	5,8	4,9	6,2	6,4	7,7
Inmovilizado intangible	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	-	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Tesorería	1.182,2	1.021,0	976,4	970,2	976,4	919,9	896,0	903,3
Neto deudores/acreedores	261,8	188,8	134,8	74,0	134,8	162,8	235,0	212,6

	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	2.926	2.912	2.536	2.628	2.536	2.500	2.436	2.421
Renta fija ²	600	629	582	598	582	567	547	540
Renta fija mixta ³	204	195	169	171	169	171	168	162
Renta variable mixta ⁴	207	202	165	174	165	161	143	140
Renta variable euro ⁵	247	237	182	185	182	179	179	174
Renta variable internacional ⁶	357	330	242	252	242	239	233	233
Garantizado renta fija	251	260	233	241	233	239	251	261
Garantizado renta variable ⁷	590	590	561	593	561	549	530	518
Fondos globales	470	469	187	193	187	182	181	189
De gestión pasiva ⁸	-	-	69	69	69	66	64	61
Retorno absoluto ⁸	-	-	146	152	146	147	140	143
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	8.053.049	5.923.346	5.475.403	5.461.473	5.475.403	5.489.598	5.423.206	5.348.482
Renta fija ²	2.763.442	2.204.652	2.041.487	2.042.556	2.041.487	1.994.558	1.865.575	1.745.366
Renta fija mixta ³	493.786	277.629	290.151	254.599	290.151	298.542	295.325	280.230
Renta variable mixta ⁴	331.214	209.782	182.542	184.985	182.542	180.722	185.111	182.860
Renta variable euro ⁵	577.522	377.545	299.353	277.093	299.353	290.734	280.529	280.566
Renta variable internacional ⁶	800.556	467.691	458.097	434.299	458.097	478.952	487.813	502.463
Garantizado renta fija	549.108	538.799	570.963	550.041	570.963	617.901	690.600	762.369
Garantizado renta variable ⁷	1.715.144	1.402.948	1.188.304	1.272.792	1.188.304	1.153.385	1.142.072	1.115.180
Fondos globales	822.277	444.300	88.337	79.288	88.337	94.630	99.163	110.538
De gestión pasiva ⁸	-	-	85.403	97.399	85.403	92.352	97.949	93.049
Retorno absoluto ⁸	-	-	270.766	268.421	270.766	287.822	279.069	275.861
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	255.040,9	175.865,2	170.547,7	169.458,4	170.547,7	167.524,3	155.295,5	152.646,5
Renta fija ²	113.234,1	92.813,1	84.657,2	85.913,9	84.657,2	79.655,6	69.654,5	64.102,1
Renta fija mixta ³	13.011,9	5.803,0	8.695,5	6.322,4	8.695,5	8.867,1	8.264,2	8.109,9
Renta variable mixta ⁴	8.848,0	3.958,8	3.879,6	3.812,4	3.879,6	3.930,7	3.441,5	3.520,2
Renta variable euro ⁵	16.589,7	5.936,9	6.321,6	6.094,1	6.321,6	6.017,6	5.181,2	5.504,4
Renta variable internacional ⁶	13.948,0	4.256,6	5.902,4	5.020,9	5.902,4	6.869,4	6.682,5	7.203,6
Garantizado renta fija	17.674,4	21.281,6	21.033,4	21.322,7	21.033,4	22.047,8	23.520,3	25.795,6
Garantizado renta variable ⁷	42.042,1	30.742,4	25.665,8	27.857,4	25.665,8	24.814,2	23.981,7	23.600,0
Fondos globales	29.692,6	11.072,8	3.872,5	3.400,4	3.872,5	4.130,3	3.991,1	4.093,9
De gestión pasiva ⁸	-	-	3.216,6	3.066,3	3.216,6	2.971,9	2.350,2	2.323,6
Retorno absoluto ⁸	-	-	7.303,0	6.647,7	7.303,0	8.219,9	8.228,4	8.393,2

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

2 Hasta 1T09 incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, renta fija internacional y monetarios. Desde 2T09 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios. Hasta diciembre de 2006 incluía FIAMM.

3 Hasta 1T09 incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.

4 Hasta 1T09 incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.

5 Hasta 1T09 incluye: Renta variable nacional y Renta variable euro. Desde 2T09 incluye Renta variable euro (que ya incluye RVN).

6 Hasta 1T09 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EEUU, RVI Emergentes y RVI Otros. Desde 2T09: RVI.

7 Hasta 1T09: GRV. Desde 2T09: GRV y Garantía Parcial.

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

Fondos de inversión de carácter financiero: Distribución de los partícipes y del patrimonio según la naturaleza de los partícipes¹

CUADRO 3.7

	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III
PARTÍCIPES	8.053.049	5.923.352	5.475.403	5.461.473	5.475.403	5.489.598	5.423.206	5.348.482
Personas físicas	7.814.633	5.754.049	5.322.214	5.309.003	5.322.214	5.334.304	5.272.045	5.201.280
Residentes	7.721.427	5.677.123	5.252.126	5.238.302	5.252.126	5.264.655	5.203.616	5.134.665
No residentes	93.206	76.926	70.088	70.701	70.088	69.649	68.429	66.615
Personas jurídicas	238.416	169.303	153.189	152.470	153.189	155.294	151.161	147.202
Entidades de crédito	2.235	1.713	674	673	674	631	582	568
Otros agentes residentes	234.376	166.041	151.479	150.398	151.479	153.637	149.581	145.690
Entidades no residentes	1.805	1.549	1.036	1.399	1.036	1.026	998	944
PATRIMONIO (millones de euros)	255.041,0	175.865,5	170.547,7	169.458,4	170.547,7	167.524,3	155.295,5	152.646,5
Personas físicas	190.512,2	135.756,2	132.860,5	133.194,9	132.860,5	130.952,8	121.762,4	119.808,6
Residentes	187.746,8	133.878,1	130.954,4	131.331,5	130.954,4	129.010,4	119.898,1	117.961,2
No residentes	2.765,4	1.878,1	1.906,0	1.863,4	1.906,0	1.942,4	1.864,3	1.847,3
Personas jurídicas	64.528,7	40.109,3	37.687,2	36.263,5	37.687,2	36.571,4	33.533,9	32.838,1
Entidades de crédito	5.721,0	4.193,0	2.572,0	2.455,5	2.572,0	2.437,5	2.145,0	2.152,9
Otros agentes residentes	56.974,4	34.738,0	34.065,1	32.833,8	34.065,1	33.287,2	30.614,8	29.926,8
Entidades no residentes	1.833,3	1.178,4	1.050,1	974,1	1.050,1	846,7	774,1	758,5

1 No incluye datos de inversión libre.

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

CUADRO 3.8

Millones de euros	2007	2008	2009 ²	2009		2010		
				III	IV	I	II	III
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	180.943,1	135.461,7	109.915,2	28.762,9	33.164,3	25.226,0	24.397,6	13.395,6
Renta fija	116.323,9	101.909,7	73.718,8	19.696,6	20.150,3	15.240,8	13.620,5	6.206,7
Renta fija mixta	5.859,4	1.914,5	5.267,6	1.081,7	3.309,0	1.243,5	1.255,4	571,7
Renta variable mixta	2.749,8	1.350,2	1.135,4	541,5	366,6	292,1	556,5	118,5
Renta variable nacional	9.625,7	2.858,0	2.183,8	589,2	743,2	582,5	464,0	291,1
Renta variable internacional	11.408,2	3.309,6	2.929,5	775,0	1.165,3	1.259,1	1.190,3	778,5
Garantizado renta fija	9.161,3	11.937,0	11.755,4	2.544,8	2.246,8	2.359,6	3.244,1	3.403,9
Garantizado renta variable	8.070,6	6.544,7	5.589,1	1.683,7	1.899,6	1.607,4	1.576,3	726,8
Fondos globales	17.744,2	5.638,0	2.754,4	389,4	792,9	545,0	440,6	265,4
De gestión pasiva	-	-	535,5	204,4	269,0	242,6	271,1	73,7
Retorno absoluto	-	-	4.045,7	1.256,4	2.221,5	1.853,3	1.778,8	959,1
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	202.827,1	202.864,1	122.617,5	30.511,1	32.945,1	28.324,7	33.041,1	18.442,3
Renta fija	122.178,3	124.242,9	81.197,6	20.090,1	21.710,4	19.940,5	22.951,2	12.006,3
Renta fija mixta	7.809,6	8.136,6	2.724,4	576,6	792,3	1.106,0	1.653,8	812,4
Renta variable mixta	4.023,0	4.675,6	1.596,5	554,2	264,9	225,7	601,2	168,0
Renta variable euro	12.438,0	8.617,2	2.457,8	455,6	734,9	709,6	673,9	452,4
Renta variable internacional	14.358,4	8.657,3	2.165,3	457,5	609,5	704,9	991,1	625,5
Garantizado renta fija	6.430,6	9.499,1	15.004,5	4.046,6	4.070,5	2.135,7	1.529,0	1.414,2
Garantizado renta variable	11.602,6	18.216,4	10.990,8	3.100,2	2.574,1	1.818,0	1.852,4	1.399,8
Fondos globales	23.986,6	20.819,0	2.548,6	141,6	280,5	269,3	461,1	382,9
De gestión pasiva	-	-	708,0	164,3	235,9	396,2	682,1	141,6
Retorno absoluto	-	-	3.224,0	924,6	1.672,1	1.018,9	1.645,3	1.039,3

1 Datos estimados.

2 El dato para los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto corresponde a los tres últimos trimestres del año.

**Variación del patrimonio de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo:
Suscripciones/reembolsos netos y rendimientos netos¹**

CUADRO 3.9

Millones de euros	2007	2008	2009 ²	2009		2010		
				III	IV	I	II	III
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS³								
Total fondos de inversión	-21.884,0	-67.402,4	-12.702,3	-1.748,2	219,1	-3.098,8	-8.643,6	-5.046,8
Renta fija	-5.854,4	-22.333,2	-7.478,8	-393,5	-1.560,1	-4.699,7	-9.330,7	-5.799,6
Renta fija mixta	-1.950,2	-6.222,1	2.543,2	505,2	2.516,7	137,5	-398,4	-240,7
Renta variable mixta	-1.273,2	-3.325,4	-461,1	-12,6	101,7	66,5	-44,7	-49,4
Renta variable euro	-2.812,3	-5.759,2	-274,0	133,7	8,3	-127,1	-210,0	-161,2
Renta variable internacional	-2.950,2	-5.347,7	764,2	317,6	555,9	554,2	199,2	153,1
Garantizado renta fija	2.730,7	2.437,9	-3.249,1	-1.501,8	-1.823,7	223,8	1.715,1	1.989,8
Garantizado renta variable	-3.532,0	-11.671,7	-5.401,7	-1.416,5	-674,5	-210,6	-276,1	-673,0
Fondos globales	-6.242,4	-15.181,0	205,8	247,8	512,3	275,7	-20,5	-117,5
De gestión pasiva	-	-	-172,5	40,1	33,1	-153,6	-411,1	-67,9
Retorno absoluto	-	-	821,7	331,9	549,4	834,4	133,5	-80,3
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	6.675,6	-11.988,0	8.389,8	4.022,8	1.364,5	930,1	-3.097,2	2.418,3
Renta fija	3.082,8	1.927,7	1.535,3	657,9	192,4	359,6	-486,4	409,7
Renta fija mixta	287,0	-716,8	507,9	229,7	160,6	34,1	-194,3	148
Renta variable mixta	266,1	-1.589,0	529,9	346,4	76,6	-10,0	-227,6	158,1
Renta variable euro	1.072,5	-5.172,6	1.477,1	981,7	195,0	-184,3	-638,6	509,2
Renta variable internacional	21,0	-4.092,4	1.309,0	606,0	354,6	346,4	-390,0	342,8
Garantizado renta fija	441,5	597,6	830,5	206,0	87,5	213,6	-286,3	229,7
Garantizado renta variable	1.037,0	-1.310,4	1.024,0	381,2	43,0	94,7	-438,4	266,4
Fondos globales	467,7	-1.632,1	272,2	152,7	67,3	55,6	-121,9	109,4
De gestión pasiva	-	-	657,8	330,3	134,5	-52,8	-205,1	144,7
Retorno absoluto	-	-	246,4	131,0	53,2	73,3	-108,4	100,2

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

2 El dato para los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto corresponde a los tres últimos trimestres del año.

3 Datos estimados.

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

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2007	2008	2009 ¹	2009		2010		
				III	IV	I	II	III
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	3,45	-4,09	6,13	2,71	1,09	0,80	-1,67	1,82
Renta fija	3,32	2,53	2,69	0,99	0,44	0,62	-0,47	0,81
Renta fija mixta	2,98	-5,75	9,34	4,43	2,46	0,71	-1,94	2,13
Renta variable mixta	4,25	-23,30	16,44	9,99	2,45	0,24	-5,96	4,95
Renta variable euro	7,04	-47,02	31,02	18,78	3,73	-2,57	-10,85	9,84
Renta variable internacional	2,00	-49,55	33,16	14,22	7,23	6,06	-5,08	5,48
Garantizado renta fija	3,25	3,39	4,10	0,99	0,57	1,15	-1,10	1,05
Garantizado renta variable	3,65	-1,88	5,08	1,74	0,49	0,70	-1,50	1,44
Fondos globales	2,57	-7,36	10,82	5,17	2,16	1,71	-2,67	2,97
De gestión pasiva	-	-	-	11,63	4,60	-1,54	-7,34	6,43
Retorno absoluto	-	-	-	2,44	1,11	1,25	-1,04	1,48
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	1,00	0,87	0,87	0,23	0,23	0,22	0,22	0,23
Renta fija	0,61	0,58	0,63	0,16	0,17	0,16	0,16	0,16
Renta fija mixta	1,13	1,14	1,14	0,31	0,31	0,29	0,29	0,30
Renta variable mixta	1,54	1,54	1,58	0,40	0,40	0,38	0,39	0,41
Renta variable euro	1,65	1,60	1,75	0,45	0,45	0,43	0,43	0,45
Renta variable internacional	1,79	1,69	1,79	0,45	0,47	0,46	0,42	0,45
Garantizado renta fija	0,62	0,49	0,65	0,15	0,16	0,14	0,15	0,16
Garantizado renta variable	1,30	1,29	1,26	0,34	0,31	0,29	0,30	0,30
Fondos globales	1,16	1,04	1,08	0,31	0,27	0,27	0,22	0,27
De gestión pasiva	-	-	-	0,17	0,17	0,16	0,16	0,18
Retorno absoluto	-	-	-	0,30	0,29	0,28	0,25	0,26
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,09	0,08	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,09	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,03
Renta variable mixta	0,10	0,11	0,10	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable euro	0,10	0,10	0,10	0,02	0,03	0,02	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	0,08	0,07	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,10	0,11	0,11	0,03	0,03	0,02	0,02	0,02
Fondos globales	0,10	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	-	-	-	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Retorno absoluto	-	-	-	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

¹ No se incluyen los datos anuales de los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto ya que esa vocación entro en vigor con la Circular 1/2009, a partir del segundo trimestre de 2009.

Rentabilidad de los fondos de inversión: detalle por tipo de fondo

CUADRO 3.11

En %	2007	2008	2009 ¹	2009		2010		
				III	IV	I	II	III
Total fondos de inversión	2,73	-4,21	5,73	2,80	0,73	0,61	-1,83	1,64
Renta fija	2,68	2,06	1,91	0,88	0,24	0,46	-0,62	0,63
Renta fija mixta	2,01	-7,14	6,85	4,18	0,63	0,42	-2,18	1,82
Renta variable mixta	2,79	-22,21	16,47	10,18	1,99	-0,14	-6,00	4,67
Renta variable euro	6,05	-39,78	32,41	19,76	3,06	-2,57	-10,66	10,11
Renta variable internacional	1,31	-41,71	37,28	15,15	6,30	5,63	-4,97	5,35
Garantizado renta fija	2,80	3,29	3,81	1,31	0,37	0,98	-1,24	0,89
Garantizado renta variable	2,46	-2,61	3,56	1,40	0,16	0,39	-1,91	1,20
Fondos globales	1,58	-8,64	10,90	5,18	1,87	1,43	-2,82	2,80
De gestión pasiva	-	-	-	12,09	4,61	-1,26	-7,28	6,32
Retorno absoluto	-	-	-	1,90	0,70	0,98	-1,19	1,17

¹ No se incluye la rentabilidad anual de los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto ya que esa vocación entro en vigor con la Circular 1/2009, a partir del segundo trimestre de 2009.

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III ¹
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	1.127	1.589	1.917	1.778	1.917	2.137	2.061	1.963
Patrimonio (millones de euros)	445,8	539,4	652,0	602,7	652,0	722,4	674,1	639,9
Suscripciones (millones de euros)	378,2	390,4	248,7	66,5	73,8	108,0	7,3	5,3
Reembolsos (millones de euros)	2,6	256,7	196,1	24,5	32,5	54,8	14,5	6,7
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	164,7	134,3	52,6	41,9	41,4	53,2	-7,2	-1,4
Rendimientos netos (millones euros)	0,2	-39,1	62,2	25,9	7,9	15,6	0,7	1,1
Rentabilidad (en %)	0,84	-4,82	14,94	5,21	1,45	2,23	-3,17	1,52
Rendimientos de gestión (%) ²	0,57	-2,51	13,76	5,25	1,80	2,90	-3,2	1,62
Gastos comisión de gestión (%) ²	1,39	2,50	2,55	0,65	0,48	0,59	0,35	0,31
Gastos de financiación (%) ²	0,33	0,16	0,11	0,02	0,03	0,01	0,02	0,01
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	3.950	8.516	5.321	5.303	5.321	5.311	5.109	5.088
Patrimonio (millones de euros)	1.000,6	1.021,3	810,2	846,9	810,2	793,9	738,0	739,9
Suscripciones (millones de euros)	1.071,2	967,3	302,4	170,1	87,6	21,4	4,5	-
Reembolsos (millones de euros)	65,9	616,6	565,4	56,6	120,9	48,0	72,5	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	1.005,5	350,7	-263,0	113,5	-33,3	-26,6	-68,0	-
Rendimientos netos (millones euros)	-9,6	-245,7	71,9	28,3	11,6	13,4	-10,5	-
Rentabilidad (en %)	-0,43	-17,80	7,85	2,88	0,83	1,72	-0,61	0,14
Rendimientos de gestión (%) ³	-1,36	-17,84	11,54	4,34	1,77	2,08	-0,68	-
Gastos comisión de gestión (%) ³	1,15	1,63	1,34	0,35	0,29	0,31	0,61	-
Gastos comisión de depósito (%) ³	0,06	0,11	0,11	0,03	0,02	0,02	0,01	-

1 Datos disponibles: agosto 2010. Rentabilidad calculada para el periodo junio-agosto.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 3.13

	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III
NÚMERO DE CARTERAS								
Fondos de inversión	2.954	2.943	2.593	2.705	2.593	2.534	2.464	2.443
Sociedades de inversión	3.181	3.240	3.135	3.175	3.135	3.111	3.110	3.096
IIC de IIC de inversión libre	31	40	38	40	38	37	34	33
IIC de inversión libre	21	24	28	26	28	30	31	31
Fondos de inversión inmobiliaria	9	9	8	8	8	8	8	8
Sociedades de inversión inmobiliaria	9	9	8	8	8	8	8	8
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	255.040,9	175.865,5	170.547,7	169.458,4	170.547,7	167.524,3	155.295,5	152.646,5
Sociedades de inversión	30.300,0	23.656,1	24.953,0	24.966,5	24.953,0	25.416,6	24.758,4	25.307,7
IIC de IIC de inversión libre ²	1.000,6	1.021,3	810,2	846,9	810,2	793,9	738,0	739,9
IIC de inversión libre ²	445,8	539,4	645,7	596,8	645,7	716,5	669,8	635,5
Fondos de inversión inmobiliaria	8.608,5	7.406,9	6.465,1	6.494,3	6.465,1	6.363,7	6.279,6	6.201,5
Sociedades de inversión inmobiliaria	512,9	371,9	308,5	313,0	308,5	304,6	327,0	322,7

1 A partir del II trimestre de 2009, se considera gestionado por SGIIC el 100% del patrimonio de las SICAV cogestionadas por SGIIC y otra/s distintas de SGIIC.

2 Datos disponibles para el tercer trimestre de 2010: agosto 2010.

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II ²	III ²
VOLUMEN DE INVERSIÓN³ (millones de euros)	37.092,7	18.254,8	25.207,2	20.684,8	25.207,2	30.864,9	32.364,8	32.816,0
Fondos	7.010,3	3.352,0	5.215,1	4.410,2	5.215,1	6.519,3	7.477,2	7.643,8
Sociedades	30.082,4	14.902,8	19.992,0	16.274,6	19.992,0	24.345,6	24.887,7	25.172,2
Nº DE INVERSORES	850.931	593.488	685.094	613.561	685.094	748.749	791.378	811.077
Fondos	142.782	102.922	139.102	123.575	139.102	157.027	181.038	186.615
Sociedades	708.149	490.566	545.992	489.986	545.992	591.722	610.340	624.462
Nº DE INSTITUCIONES	440	563	582	577	582	615	636	652
Fondos	225	312	324	327	324	353	365	376
Sociedades	215	251	258	250	258	262	271	276
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	229	274	275	273	275	278	288	287
Francia	122	161	178	180	178	201	210	222
Irlanda	52	63	64	59	64	67	69	74
Alemania	15	16	17	17	17	19	20	20
Reino Unido	12	14	14	14	14	15	15	15
Holanda	1	1	1	1	1	1	1	1
Austria	5	28	27	27	27	28	27	27
Bélgica	3	5	5	5	5	5	5	5
Malta	1	1	1	1	1	1	1	1

1 Desde diciembre de 2008 no se incluyen los datos volumen de inversión y número de inversores de los ETF.

2 Datos provisionales.

3 Volumen de inversión: Importe resultante de multiplicar el número de acciones o participaciones en poder de los inversores, al final del periodo, por su valor en euros en dicha fecha.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 3.15

	2007	2008	2009	2009		2010		
				IV	I	II	III	IV ¹
FONDOS								
Número	9	9	8	8	8	8	8	8
Participes	145.510	97.390	83.583	83.583	81.647	76.772	76.182	76.160
Patrimonio (millones de euros)	8.608,5	7.406,9	6.465,1	6.465,1	6.363,7	6.279,6	6.201,5	6.149,6
Rentabilidad (%)	1,27	0,69	-8,31	-1,45	-1,63	-0,99	-1,31	-0,39
SOCIEDADES								
Número	9	9	8	8	8	8	8	8
Accionistas	843	937	928	928	927	942	934	934
Patrimonio (millones de euros)	512,9	371,9	308,6	308,6	304,6	327,0	322,7	322,7

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

