



**Informe Anual**  
sobre los mercados  
de valores y su actuación  
**2009**











**Informe Anual de la CNMV sobre  
los mercados de valores y su actuación.  
Ejercicio 2009**

Comisión Nacional del Mercado de Valores  
Serrano, 47  
28001 Madrid

Passeig de Gràcia, 19  
08007 Barcelona

© Comisión Nacional del Mercado de Valores

Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se cite su procedencia.

La CNMV difunde sus informes y publicaciones a través de la red Internet en la dirección [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)

**Maquetación:** CROMOTEX

**ISSN:** 1989-5631

## Siglas y acrónimos

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
CEIOPS	Comité Europeo de Supervisores de Seguros y de Pensiones de Jubilación
CESFI	Comité de Estabilidad Financiera
CESR	Comité Europeo de Reguladores de Valores / Committee of European Securities Regulators
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSD	Depositorio central de valores / Central Securities Depository
EAFI	Empresa de asesoramiento financiero
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
OICVM/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 Efectos 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 carácter financiero
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
UVM	Unidad de Vigilancia de los Mercados de la CNMV

# Índice general

Siglas y acrónimos	5
Índice de recuadros	11
Índice de cuadros	13
Índice de gráficos	15
Índice de anexos	17

## I Marco económico y financiero 19

<b>1 Entorno económico y financiero</b>	<b>21</b>
1.1 Entorno internacional	22
1.1.1 La economía internacional	22
1.1.2 Evolución de los mercados financieros internacionales	26
1.2 Entorno económico y financiero español	32
1.3 Perspectivas del entorno económico y financiero	38
<b>2 Los mercados financieros a través de la crisis: retos e iniciativas para su recuperación</b>	<b>41</b>
2.1 La naturaleza dual de la crisis (I): desequilibrios macrofinancieros	41
2.2 La naturaleza dual de la crisis (II): los fallos en la gestión del riesgo de crédito	43
2.2.1 Los desequilibrios globales y la demanda de activos seguros	43
2.2.2 El aumento en la oferta mundial de activos financieros seguros	45
2.2.3 Los principales fallos en los mecanismos de transferencia de riesgos	48
2.3 Principales iniciativas regulatorias en los mercados de valores	53
2.3.1 Titulizaciones	54
2.3.2 Infraestructuras de los mercados de derivados de crédito	56
2.3.3 Agencias de calificación de riesgos	59
2.3.4 Sistemas de remuneración	60
2.3.5 <i>Hedge funds</i> y <i>private equity</i>	63
2.3.6 Cambios en materia contable	65
2.3.7 Iniciativas en materia de ventas en corto	67
2.3.8 Formación del inversor	69

## II Mercados y emisores 71

<b>3 Mercados de renta variable</b>	<b>73</b>
3.1 Panorama general	73
3.2 Tamaño del mercado	75
3.2.1 Capitalización bursátil	75
3.2.2 Sociedades cotizadas	77
3.3 Admisiones, emisiones y ofertas públicas de venta (OPV)	77
3.4 Negociación	78
3.4.1 Negociación al contado	78
3.4.2 Crédito para operaciones bursátiles y préstamo de valores	79
3.5 Ofertas públicas de adquisición de valores (opas)	80

3.6	Sistemas organizados de negociación	81
3.6.1	Latibex	81
3.6.2	Mercado Alternativo Bursátil (MAB)	82
3.7	Fondos de inversión cotizados (ETF)	82
<b>4</b>	<b>Mercados de renta fija</b>	<b>83</b>
4.1	Panorama general	83
4.2	Deuda pública	84
4.2.1	Mercado primario	84
4.2.2	Mercado secundario	84
4.3	Renta fija privada	86
4.3.1	Mercado primario	86
4.3.2	Mercado secundario	89
<b>5</b>	<b>Registro, contrapartida, compensación y liquidación</b>	<b>93</b>
5.1	Iberclear	93
5.1.1	Iberclear - CADE	93
5.1.2	Iberclear - SCLV	95
5.1.3	Mejoras técnicas en los servicios de Iberclear-SCLV	96
5.1.4	Iniciativas de integración europea	97
5.2	MeffClear	99
<b>6</b>	<b>Mercados de productos derivados</b>	<b>101</b>
6.1	Panorama general	101
6.2	Mercado MEFF	102
6.2.1	Novedades del mercado MEFF	103
6.3	Warrants y certificados	103
6.3.1	Novedades en el segmento de warrants, certificados y otros	103
6.3.2	Emisiones	104
6.3.3	Negociación	105
6.4	Otros contratos financieros	105
6.5	Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva	106
<b>III</b>	<b>Entidades financieras y servicios de inversión</b>	<b>107</b>
<b>7</b>	<b>Inversión colectiva</b>	<b>109</b>
7.1	Fondos de inversión (FI)	109
7.2	Sociedades de inversión (SICAV)	111
7.3	IIC de inversión libre	112
7.4	IIC inmobiliarias	113
7.5	IIC extranjeras comercializadas en España	114
7.6	Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC)	114
7.7	Depositarios de IIC	116
<b>8</b>	<b>Prestación de servicios de inversión</b>	<b>117</b>
8.1	Entidades de crédito	117
8.2	Empresas de servicios de inversión	118
8.2.1	Sociedades y agencias de valores	118
8.2.2	Sociedades gestoras de cartera	124
8.2.3	Empresas de asesoramiento financiero (EAFI)	126
<b>9</b>	<b>Entidades de capital-riesgo</b>	<b>127</b>
9.1	Entidades de capital-riesgo registradas en la CNMV	127
9.2	Algunos datos relevantes del sector	128
<b>IV</b>	<b>La regulación y supervisión de los mercados de valores</b>	<b>129</b>
<b>10</b>	<b>Información financiera y de gobierno corporativo de los emisores</b>	<b>131</b>
10.1	Información financiera	131
10.1.1	Información de auditorías y cuentas anuales	131

10.1.2	Información periódica semestral y trimestral	134
10.1.3	Novedades en la regulación	135
10.2	Información referida a accionistas significativos, consejeros, directivos y autocartera (reales decretos de Transparencia y Abuso de Mercado)	136
10.3	Gobierno corporativo	140
10.3.1	Aspectos más significativos de las prácticas de gobierno de las sociedades cotizadas	141
10.3.2	Constitución y composición de los comités de auditoría	146
10.4	Hechos relevantes y otras comunicaciones recibidas en la CNMV	147
<b>11</b>	<b>Supervisión de los mercados</b>	<b>151</b>
11.1	Actuaciones destacadas de la CNMV en los distintos mercados	151
11.1.1	Renta variable	152
11.1.2	Renta fija	154
11.1.3	Productos derivados	156
11.1.4	Registro, contrapartida, compensación y liquidación	158
11.2	La Unidad de Vigilancia de los Mercados	158
11.3	Supervisión de las ofertas públicas de adquisición (opas)	160
<b>12</b>	<b>Supervisión de entidades</b>	<b>163</b>
12.1	Supervisión de las normas de conducta y requisitos organizativos en la prestación de servicios de inversión	163
12.1.1	Normas de conducta	163
12.1.2	Requisitos organizativos	166
12.2	Supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión (ESI)	168
12.3	Supervisión de las instituciones de inversión colectiva (IIC)	169
12.3.1	Supervisión de requisitos prudenciales y normas de conducta	171
12.3.2	Información a inversores	174
12.3.3	Supervisión de gestoras de IICIL e IIC de IICIL	174
12.3.4	Supervisión de los depositarios de IIC	175
12.3.5	Supervisión de las IIC inmobiliarias	175
12.4	Supervisión de entidades de capital-riesgo	175
12.5	Supervisión de las sociedades gestoras de fondos de titulización	176
12.6	Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales	176
<b>13</b>	<b>Atención al inversor</b>	<b>177</b>
13.1	Atención de reclamaciones	177
13.2	Fondo General de Garantía de Inversiones (FOGAIN)	181
13.3	Información a los inversores	182
13.3.1	Consultas	182
13.3.2	Otros servicios de información	184
13.4	Formación del inversor	185
13.4.1	Plan de Educación Financiera	185
13.4.2	Actividades formativas de la CNMV	185
13.5	Publicidad de productos y servicios de inversión	187
<b>14</b>	<b>Actuaciones disciplinarias</b>	<b>189</b>
14.1	Expedientes sancionadores	189
14.1.1	Descripción de los expedientes	189
14.1.2	Registro público de sanciones por infracciones graves o muy graves	191
14.1.3	Criterios de interés	191
14.2	Servicio contencioso: revisión judicial de resoluciones sancionadoras y otras actuaciones ante los órganos jurisdiccionales	193
14.3	Denuncias	194
14.4	Unidad de Apoyo Internacional	195
14.5	Advertencias sobre entidades no autorizadas	195
<b>15</b>	<b>Actividades internacionales</b>	<b>197</b>
15.1	Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR)	197
15.1.1	Actividades directamente relacionadas con la reforma de la regulación y de la supervisión financiera europeas	197
15.1.2	Otras tareas	199
15.2	Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)	201
15.2.1	Actividades directamente relacionadas con el desarrollo de la reforma financiera global	202

15.2.2	Otras actuaciones	203
15.3	Foros internacionales intersectoriales	204
15.4	Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores (IIMV)	205
15.5	Otros foros y actividades	206
15.5.1	Mercado Ibérico de la Electricidad (MIBEL)	206
15.5.2	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico	206
15.5.3	Asociación de Reguladores de Valores del Mediterráneo	206
<b>V CNMV: aspectos organizativos, económicos e institucionales</b>		<b>207</b>
<b>16</b>	<b>Organización</b>	<b>209</b>
16.1	Recursos humanos y organización	209
16.2	Sistemas de información	211
<b>17</b>	<b>Gestión económica</b>	<b>215</b>
17.1	Ingresos y gastos	215
17.2	Estructura de tasas	215
<b>18</b>	<b>Agencia Nacional de Codificación de Valores</b>	<b>217</b>
<b>19</b>	<b>Comité Consultivo de la CNMV</b>	<b>219</b>
19.1	Introducción	219
19.2	Actuaciones del Comité durante 2009	219
<b>VI Informe del Órgano de Control Interno</b>		<b>223</b>
<b>VII Cuentas de la CNMV</b>		<b>229</b>
<b>Resumen de las cuentas anuales formuladas por la CNMV. Ejercicio 2009</b>		<b>231</b>
1	Balance de situación	231
2	Cuenta del resultado económico-patrimonial	233
3	Cuadro de financiación. Fondos aplicados-fondos obtenidos	235
4	Cuadro de financiación. Variación de capital circulante	236
<b>Referencias bibliográficas</b>		<b>237</b>
<b>Referencias bibliográficas</b>		<b>239</b>
<b>Anexos</b>		<b>243</b>
<b>Anexos estadísticos</b>		<b>245</b>
	Anexos estadísticos I: Mercados y emisores	245
	Anexos estadísticos II: Entidades financieras y servicios de inversión	259
	Anexos estadísticos III	267
<b>Anexos legislativos</b>		<b>283</b>
<b>Anexos sobre la organización de la CNMV</b>		<b>311</b>



## Índice de recuadros

2.1	Novedades en España relativas a la remuneración de los administradores de las sociedades cotizadas: el Código Unificado de Buen Gobierno y la Ley de Economía Sostenible	62
2.2	Modificación de la contabilidad de los instrumentos financieros: de la NIC 39 a la NIIF 9	66
2.3	Ventas en corto: algunas medidas adoptadas en el contexto de la crisis	68
2.4	Plan de Educación Financiera: finanzasparatodos.es	70
10.1	Grupo de expertos sobre sistemas de control interno de la información financiera en las entidades cotizadas	135
10.2	Cambios en la normativa sobre información relevante	148
11.1	Emisiones de renta fija dirigidas al mercado minorista	155
12.1	Informe anual de los auditores sobre protección de activos de clientes	167
12.2	Refuerzo de los mecanismos de control de las sociedades gestoras de IIC y de las entidades depositarias (circulares 3/2009 y 6/2009 de la CNMV)	170
16.1	Plan de Actividades de la CNMV 2010: revisión y actualización	212



## Índice de cuadros

1.1	Los mercados de renta variable: rentabilidad	31
1.2	Indicadores de la economía española	33
1.3	Evolución de los resultados por sectores: empresas cotizadas no financieras	35
1.4	Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español (%)	37
3.1	Capitalización de la renta variable en las bolsas españolas	75
3.2	Número de sociedades cotizadas y capitalización por sectores	76
3.3	Capitalización y contratación bursátil en relación al PIB nominal (%)	76
3.4	Número de sociedades cotizadas en las bolsas españolas	77
3.5	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta	77
3.6	Contratación de la renta variable en las bolsas españolas	78
3.7	Contratación según modalidades en el mercado continuo	79
3.8	Crédito para compra de valores	79
3.9	Crédito para venta de valores y préstamo de valores	80
3.10	Ofertas públicas de adquisición de valores	81
3.11	Sociedades cotizadas en Latibex por países	81
4.1	Emisiones brutas y saldos vivos: distribución por emisores	83
4.2	Contratación en el mercado de deuda anotada	85
4.3	Emisiones brutas registradas en la CNMV: detalle por instrumentos	86
4.4	Emisiones brutas de renta fija privada de emisores españoles en el exterior	88
4.5	Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija en AIAF	89
4.6	Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija en bolsa	89
4.7	Contratación total en AIAF	90
4.8	Contratación de renta fija en las bolsas	91
5.1	Entidades participantes en Iberclear	93
5.2	Iberclear-CADE. Actividades de registro	94
5.3	Iberclear-CADE. Número de operaciones liquidadas	94
5.4	Iberclear-CADE. Importe de las operaciones liquidadas	94
5.5	Iberclear SCLV. Actividad de registro	95
5.6	Iberclear SCLV. Operaciones liquidadas	95
5.7	Evolución de la actividad en MeffClear	99
6.1	Negociación en los mercados de derivados financieros en España	101
6.2	Negociación en los mercados de derivados financieros europeos	102
6.3	Número de miembros en MEFF	103
6.4	Emisiones de <i>warrants</i> registradas en la CNMV	104
6.5	Emisiones de certificados registradas en la CNMV	104
6.6	Contratación de <i>warrants</i> en el mercado continuo	105
6.7	Contratación de certificados en el mercado continuo	105
6.8	Emisiones de contratos de compra/venta de opciones registradas en la CNMV	106
6.9	Número de miembros en MFAO	106
7.1	Distribución del patrimonio de los fondos de inversión	110
7.2	Altas y bajas en el registro de entidades en 2009	111
7.3	Distribución del patrimonio de las sociedades de inversión	112
7.4	Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGIC	115
7.5	Resultados antes de impuestos, ROE, n.º de entidades en pérdidas e importe de las pérdidas	116
8.1	Ingresos de las entidades de crédito (EC) por prestación de servicios en valores y comercialización de productos financieros no bancarios	117
8.2	Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2009	118
8.3	Altas y bajas en el registro de entidades	119
8.4	Cuenta de pérdidas y ganancias de las sociedades de valores	120

8.5	Cuenta de pérdidas y ganancias de las agencias de valores	122
8.6	Resultados antes de impuestos, n.º de entidades en pérdidas e importe de las pérdidas antes de impuestos	123
8.7	Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGC	125
9.1	Altas y bajas en el registro de ECR en 2009	127
10.1	Resumen de las auditorías de entidades emisoras recibidas en la CNMV	132
10.2	Número de notificaciones sobre derechos de voto correspondientes a accionistas significativos	138
10.3	Número de notificaciones sobre derechos de voto correspondientes a consejeros	139
10.4	Número de notificaciones de autocartera según posición final	140
10.5	Requerimientos remitidos por la CNMV respecto a las recomendaciones del CUBG	143
10.6	Requerimientos de la CNMV relacionados con la definición vinculante de consejero independiente en el CUBG	144
10.7	Transacciones con partes vinculadas. Primer semestre de 2009	146
10.8	Hechos relevantes recibidos en la CNMV	147
11.1	Resumen de la actividad supervisora de mercados en 2009	151
11.2	Suspensiones temporales de cotización en bolsa	152
12.1	Objetivos de la supervisión de normas de conducta en las entidades que prestan servicios de inversión	164
12.2	Supervisión de IIC: requerimientos remitidos por la CNMV en 2009	169
13.1	Reclamaciones tramitadas según tipo de resolución	177
13.2	Reclamaciones resueltas en 2009. Distribución por materia	178
13.3	Distribución por canal de recepción de las consultas	183
13.4	Fichas y guías del inversor	186
13.5	Fichas y guías del inversor: número de ejemplares distribuidos	186
13.6	Número de campañas publicitarias revisadas por la CNMV	187
14.1	Expedientes abiertos y concluidos en 2009	189
14.2	Número de infracciones de cada tipo en los expedientes sancionadores	190
14.3	Sanciones impuestas	190
14.4	Procedimientos en los que ha intervenido la CNMV en 2009	194
14.5	Denuncias realizadas en 2009	194
16.1	Plantilla de la CNMV: composición por categorías profesionales	209
16.2	Distribución del personal entre las direcciones generales y departamentos de la CNMV	209
17.1	Ingresos por tasas en la CNMV	216
18.1	Número de valores y otros instrumentos financieros codificados a 31/12/2009	218
18.2	Consultas atendidas directamente por la ANCV	218
19.1	Tipo de expedientes sometidos a la opinión del Comité Consultivo	220
19.2	Actuaciones del Comité Consultivo de la CNMV en 2009	220

## Índice de gráficos

1.1	Evolución del comercio internacional	23
1.2	PIB: variaciones trimestrales, %	24
1.3	Inflación y producción industrial (var. anual, %)	25
1.4	Tipos de interés de intervención (%)	25
1.5	Saldo fiscal público y deuda pública (% PIB)	26
1.6	Tipos de interés a corto plazo (3 meses)	26
1.7	Emisiones netas de renta fija internacionales por tipo de instrumento financiero (miles de millones de dólares)	27
1.8	Rentabilidades de la deuda pública a diez años (%)	28
1.9	Primas de riesgo de crédito de los CDS de bonos soberanos (p.b.)	28
1.10	Financiación del sector privado no financiero	29
1.11	Primas de riesgo de crédito de deuda corporativa (puntos básicos)	30
1.12	Evolución de los principales índices bursátiles internacionales	30
1.13	Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles	31
1.14	Tipo de cambio del euro frente al dólar y al yen	32
1.15	Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de la economía española (% s/PIB)	34
1.16	Prima de riesgo de los emisores españoles	36
1.17	Evolución del Ibex 35 y de su volatilidad implícita	38
2.1	Crecimiento de las economías emergentes y balanza por cuenta corriente por zona geográfica	42
2.2	Grado de profundidad financiera	44
2.3	Reservas internacionales	45
2.4	Emisión bruta de renta fija AAA mundial	46
2.5	Emisión bruta de renta fija mundial	46
2.6	Saldo vivo notional bruto de CDS	48
2.7	Rebajas de bonos de titulización hipotecarios por <i>rating</i> de emisión	50
2.8	Saldo vivo del crédito hipotecario residencial en EE.UU. por sector	53
3.1	Indicadores del Ibex 35 (precios, liquidez y volatilidad)	74
4.1	Primas de CDS a cinco años sobre deuda soberana	85
4.2	Evolución de las emisiones de titulización registradas en la CNMV	88
7.1	Fondos de inversión (FI): distribución del patrimonio y rentabilidad por vocaciones	110
7.2	Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España	114
8.1	Sociedades de valores miembros de bolsa: volumen mediado y comisión efectiva media en renta variable nacional	121
8.2	Margen de cobertura sobre los recursos propios exigibles de las sociedades y agencias de valores. 2009	124
8.3	Patrimonio gestionado, comisiones percibidas y resultados antes de impuestos de las SGC	125
10.1	Revisiones sustantivas: número de requerimientos según motivo	133
10.2	Número de notificaciones registradas	137
10.3	Notificaciones de consejeros y accionistas significativos presentadas con demora	137
10.4	Clasificación de las explicaciones	143
13.1	Consultas según materia (%)	183



# Índice de anexos

<b>Anexos estadísticos</b>	<b>245</b>
<b>Anexos estadísticos I: Mercados y emisores</b>	<b>245</b>
I.1 Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta	245
I.2 Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta: importe efectivo	246
I.3 Sociedades excluidas de cotización bursátil en 2009	247
I.4 Evolución de los índices sectoriales de la bolsa de Madrid y la bolsa de Barcelona	248
I.5 Concentración sectorial de la capitalización	249
I.6 Concentración de la contratación bursátil de renta variable	249
I.7 Porcentaje de la capitalización de los sectores y de las tres mayores empresas de cada sector respecto al conjunto del mercado	250
I.8 Capitalización y contratación de las sociedades pertenecientes al Ibex 35	251
I.9 Ofertas públicas de adquisición de valores autorizadas en 2009	252
I.10 Sociedades cotizadas en Latibex por sectores	252
I.11 Emisiones brutas de las Administraciones Públicas	253
I.12 Emisiones netas de las Administraciones Públicas	253
I.13 Contratación de deuda del Estado entre titulares de cuenta. Operaciones a vencimiento, con pacto de recompra y simultáneas	254
I.14 Contratación de deuda del Estado entre titulares y terceros. Operaciones a vencimiento, con pacto de recompra y simultáneas	254
I.15 Número de emisores y emisiones registradas en la CNMV: detalle por instrumentos	255
I.16 Principales emisores de renta fija registrados en la CNMV en 2009	255
I.17 Principales emisores de renta fija registrados en la CNMV en 2009. Detalle por instrumentos	256
I.18 Emisores de pagarés con mayores saldos vivos a 31 de diciembre de 2009	257
I.19 Principales emisores de bonos de titulización en 2009	257
I.20 Emisiones de titulización en 2009, según la naturaleza del activo titulado	258
I.21 Contratación por cuenta propia en AIAF	258
<b>Anexos estadísticos II: Entidades financieras y servicios de inversión</b>	<b>259</b>
II.1 Número, partícipes, patrimonio y descomposición de la variación patrimonial de los fondos de inversión mobiliarios e inmobiliarios	259
II.2 Cartera de los fondos: peso en el saldo vivo de valores españoles	260
II.3 Gastos repercutidos a los fondos de inversión de carácter financiero	260
II.4 Evolución de las rentabilidades y las suscripciones netas de los fondos de inversión	261
II.5 IIC extranjeras comercializadas en España	262
II.6 Sociedades gestoras de IIC (SGIIC): altas y bajas en 2009	262
II.7 ESI extranjeras con pasaporte comunitario: Estado miembro de origen	263
II.8 Altas y bajas de sociedades y agencias de valores, sociedades gestoras de cartera, empresas de asesoramiento financiero y ESI extranjeras con sucursal. 2009	264
II.9 Cambios de control en sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de cartera. 2009	265
II.10 ESI españolas con pasaporte comunitario. Estado miembro de acogida	265
II.11 Entidades de crédito extranjeras autorizadas para prestar servicios de inversión en España a 31 de diciembre de 2009. Estado Miembro de origen	266
<b>Anexos estadísticos III</b>	<b>267</b>
III.1 Número de accionistas de las sociedades del Ibex 35 con participación significativa	267
III.2 Resolución de expedientes sancionadores en 2009	268
III.3 Relación de sentencias recaídas en recursos contencioso-administrativos (RCA) durante 2009 contra resoluciones en materia de sanciones	269
III.4 Advertencias al público sobre entidades no registradas	270

<b>Anexos legislativos</b>	<b>283</b>
A Legislación española	283
A.1 Comisión Nacional del Mercado de Valores	283
A.2 Mercados primarios	283
A.3 Mercados secundarios oficiales de valores y otros sistemas de negociación	284
A.4 Fondos de titulización	286
A.5 Empresas de servicios de inversión y otras entidades del mercado de valores	287
A.6 Instituciones de inversión colectiva	289
A.7 Medidas frente a la crisis económica	291
A.8 Otras normas	295
B Legislación europea	301
B.1 Comités europeos de supervisión	301
B.2 Instituciones de inversión colectiva	302
B.3 Empresas de servicios de inversión	303
B.4 Agencias de calificación crediticia	304
B.5 Normas internacionales de información financiera (NIIF)	305
B.6 Otras normas	308
<b>Anexos sobre la organización de la CNMV</b>	<b>310</b>
Composición del Consejo de la CNMV a 30 de abril de 2010	310
Composición del Comité Ejecutivo de la CNMV a 30 de abril de 2010	310
Composición del Comité Consultivo de la CNMV a 30 de abril de 2010	311
Organigrama de la CNMV	312



# I Marco económico y financiero



Con una caída del PIB global del 0,6%, la economía mundial experimentó en 2009 su primera contracción desde la Segunda Guerra Mundial. No obstante, la mayoría de las variables macroeconómicas y financieras más representativas del estado de la economía mundial mostró un punto de inflexión a finales del primer trimestre de 2009. Hasta ese momento, el grave deterioro de la actividad económica que había comenzado en el tercer trimestre de 2008 se intensificó, dando lugar a las tasas más altas de caída en la producción, destrucción de empleo y contracción del comercio internacional desde el comienzo de la crisis. A partir de entonces, la disminución en la incertidumbre agregada, favorecida por los programas de apoyo público al sector financiero, los voluminosos planes de estímulo fiscal y las medidas extraordinarias aplicadas por los principales bancos centrales permitieron la estabilización y progresiva recuperación de la actividad en la mayoría de las economías avanzadas.

Algunas magnitudes financieras importantes, como los *spreads* de la deuda corporativa, que se vieron acompañados de una recuperación de los volúmenes emitidos, y el grado de liquidez y de volatilidad de los mercados de renta variable, comenzaron a dar señales de normalización. Al mismo tiempo, los principales índices bursátiles se revalorizaban a tasas muy elevadas (superiores al 55% entre marzo y diciembre de 2009). Asimismo, a partir del primer trimestre del año, los flujos de comercio internacional comenzaron a recobrar el pulso (véase gráfico 1.1), lo que permitió un comportamiento relativamente favorable en un conjunto amplio de economías emergentes que, por otra parte, se habían visto poco expuestas a los problemas financieros que causaron la crisis.

Los signos de recuperación de la economía mundial se prolongaron hasta finales de 2009. De hecho, la práctica totalidad de las mayores economías habían abandonado técnicamente la recesión al finalizar el año. Sin embargo, a partir del último trimestre se produjo un repunte en la incertidumbre agregada asociado a los siguientes elementos de vulnerabilidad: i) los problemas de sostenibilidad de las finanzas públicas en algunas economías avanzadas (especialmente tras los graves problemas de Grecia en este ámbito); ii) las dudas acerca de la robustez de la incipiente recuperación de cara al próximo repliegue de las principales medidas extraordinarias de estímulo; iii) la posibilidad, cada vez más patente, de que muchas economías avanzadas experimenten tasas elevadas de desempleo durante un periodo relativamente prolongado; y iv) las dificultades aparentes para conseguir un reequilibrio de la demanda mundial, con un mayor peso en la misma de aquellas economías con mayor tendencia a generar superávits externos sustanciales.

En este contexto, la economía española mostró una contracción del 3,6% del PIB, que fue relativamente menor que la observada en otras economías de referencia, pero que tuvo una gran incidencia en el mercado de trabajo, hasta cerrar el año con una tasa de paro del 18,8%. El intenso ajuste en la demanda doméstica se tradujo

en una fuerte reducción de las necesidades de financiación exterior (que pasaron a representar el 4,7% del PIB en 2009, frente al 9,1% en 2008), un aumento considerable de la tasa de ahorro de las familias, hasta alcanzar el 18,8% de su renta disponible, y una caída sustancial en la inflación, que cerró el año en un 0,8% y que, durante buena parte del año, dio lugar a un diferencial negativo con respecto a la zona del euro. Por su parte, la fuerte caída en los ingresos fiscales y el aumento del gasto público se tradujeron en un déficit del 11,2% del PIB, lo que elevó el nivel de deuda pública desde el 39,7% del PIB en 2008 hasta el 55,2% en 2009.

En el ámbito financiero, las entidades de crédito nacionales continuaron operando en un entorno de gran complejidad, en el que la caída del volumen de negocio y el deterioro de los activos crediticios incidieron muy negativamente en su cuenta de resultados. Por otro lado, el sector pudo financiarse durante el último ejercicio en condiciones relativamente holgadas. Esto último fue posible a raíz de las medidas de apoyo adoptadas por el Gobierno, fundamentalmente mediante la concesión de avales a las emisiones de deuda financiera, y la estrategia de política monetaria seguida por el BCE. En términos generales, los mercados financieros nacionales mostraron una evolución semejante a la observada en el ámbito internacional en 2009. Así, los mercados de renta variable experimentaron fuertes revalorizaciones desde marzo, acompañadas de descensos pronunciados en su volatilidad, mientras que en los mercados de renta fija destacó el notable descenso de las primas de riesgo de crédito de los emisores de carácter financiero y no financiero.

Sin embargo, el reciente repunte en la incertidumbre que ha seguido a los graves problemas fiscales de Grecia y, con carácter más general, al fuerte tensionamiento de los mercados de deuda pública en varias economías europeas, como Portugal, España e Irlanda, puede suponer un obstáculo para la progresiva normalización de los mercados financieros así como para la recuperación de los países con posiciones fiscales más débiles<sup>1</sup>. En estas economías, la aplicación de planes de ajuste fiscal ambiciosos constituye en estos momentos un reto de política económica de importancia vital, con escaso margen para su postergación en el tiempo.

## 1.1 Entorno internacional

### 1.1.1 La economía internacional

#### La actividad empieza a recuperarse desde el segundo trimestre de 2009

A partir del segundo trimestre de 2009, las medidas extraordinarias, fiscales y monetarias, adoptadas por las principales economías del mundo a raíz de la intensificación de la crisis en el tercer trimestre de 2008 comenzaron a surtir efecto<sup>2</sup>. Paralela-

1. El dos de mayo de 2010, la Unión Europea y el FMI acordaron activar un plan de ayuda a Grecia por importe de 110.000 millones de euros en tres años. Posteriormente, el 9 de mayo, el ECOFIN acordó poner en marcha un mecanismo de asistencia financiera para ayudar a los países con mayores dificultades financieras. En concreto, el nuevo mecanismo prevé un sistema de garantías y avales de hasta 750.000 millones de euros, aportados por los Estados de la UE, el presupuesto de la UE y el Fondo Monetario Internacional.

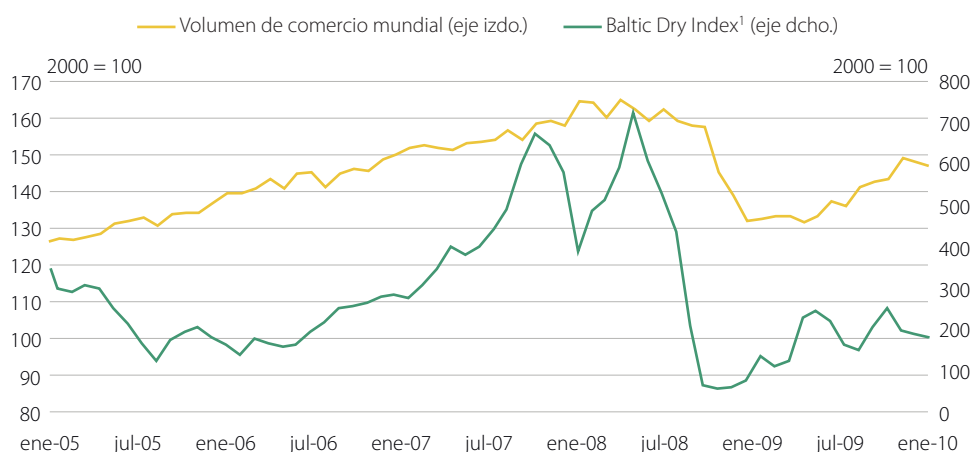
2. El FMI estima que, para los países del G-20, el coste de las medidas expansivas alcanzó el 2% del PIB en 2009 y el 1,5% en 2010. En cuanto al impulso de estas medidas sobre el crecimiento del PIB, que depende en gran parte de la estimación de los multiplicadores fiscales, se estima entre un 1% y un 5% en 2009 y entre un cero y un 1% en 2010. *World Economic Outlook*, FMI, octubre de 2009.

mente, los cuantiosos programas de apoyo al sector financiero, implementados, principalmente, a través de inyecciones de capital y concesión de garantías, contribuyeron a reducir significativamente el riesgo de colapso del sistema financiero internacional, como el percibido en septiembre de 2008 tras la quiebra de Lehman Brothers.

Como resultado de todo ello, Francia, Alemania y Japón ya mostraron tasas de crecimiento intertrimestral del PIB positivas en el segundo trimestre, a las que siguieron EE.UU. en el tercer trimestre y Reino Unido en el cuarto (véase gráfico 1.2). Las economías emergentes, con menos exposición directa a las turbulencias financieras que desataron la crisis, mostraron un comportamiento más dinámico que las desarrolladas, aunque persistió una elevada heterogeneidad entre distintas zonas. Asia, liderada por China, que creció un 8,7% en 2009, se mostró como la zona emergente más dinámica, seguida de Latinoamérica, donde destacó Brasil, que volvió a registrar tasas de crecimiento del PIB intertrimestrales positivas a partir del segundo trimestre, para finalizar el año con un crecimiento en el cuarto trimestre del 4,3% frente al mismo trimestre de 2008. Las economías de Europa del Este presentaron una tímida mejoría en la segunda mitad del año, aunque su evolución fue más lenta.

### Evolución del comercio internacional

GRÁFICO 1.1



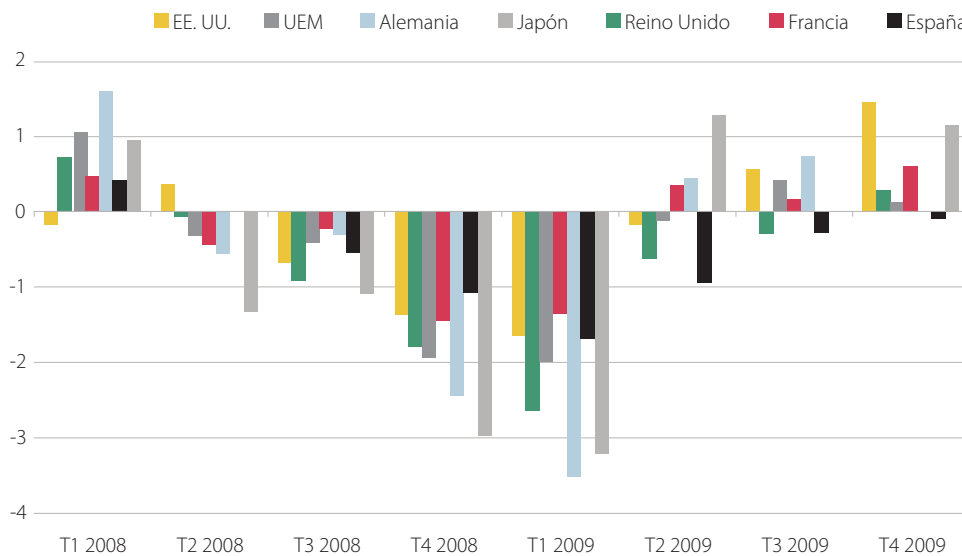
Fuente: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y Bloomberg. (1) El índice Baltic Dry Index es un índice de contratación de fletes de transporte mercantil de materias primas de las 26 principales rutas marítimas internacionales y se interpreta comúnmente como un indicador adelantado de la demanda mundial. Los datos de esta variable corresponden al último día de cada mes. Por su parte, los datos del volumen de comercio mundial son mensuales. Datos hasta 31 de diciembre de 2009.

La recuperación de la actividad en las economías desarrolladas no ha permitido, por el momento, un cambio sustancial en la evolución del mercado de trabajo, que siguió deteriorándose en 2009. El número de empleados continuó descendiendo a lo largo del ejercicio y la tasa de desempleo siguió aumentando<sup>3</sup>, aunque cada vez con menor intensidad.

3. La tasa de desempleo creció en EE.UU. desde el 7,4% de la población activa en diciembre de 2008 hasta el 10% en diciembre de 2009. En la zona del euro, aumentó desde el 8,2% hasta el 9,9% en el mismo periodo.

PIB: variaciones trimestrales, %

GRÁFICO 1.2



Fuente: Thomson Datastream.

### La ausencia de tensiones inflacionistas permite que los tipos de interés oficiales se mantengan en mínimos históricos

Las presiones inflacionistas fueron reducidas en 2009 en la mayoría de los países, aunque existió una cierta heterogeneidad entre zonas. En términos generales, las tasas de inflación de las principales economías alcanzaron valores mínimos en los meses centrales del año, para después crecer a lo largo del segundo semestre, si bien con intensidades diferentes en las distintas zonas, como ilustra el gráfico 1.3. Los componentes más volátiles de los índices de precios, principalmente aquéllos asociados a las materias primas, fueron los responsables de esta elevada variabilidad, mientras que las tasas subyacentes permanecieron en niveles muy reducidos durante todo el año, en línea con la atonía de la demanda. Aunque en EE.UU. y en el Reino Unido los repuntes en los precios fueron comparativamente mayores a lo largo de los últimos meses del año, como se observa en el gráfico 1.3, las perspectivas de inflación, en general, continúan ancladas en torno a valores moderados a medio plazo.

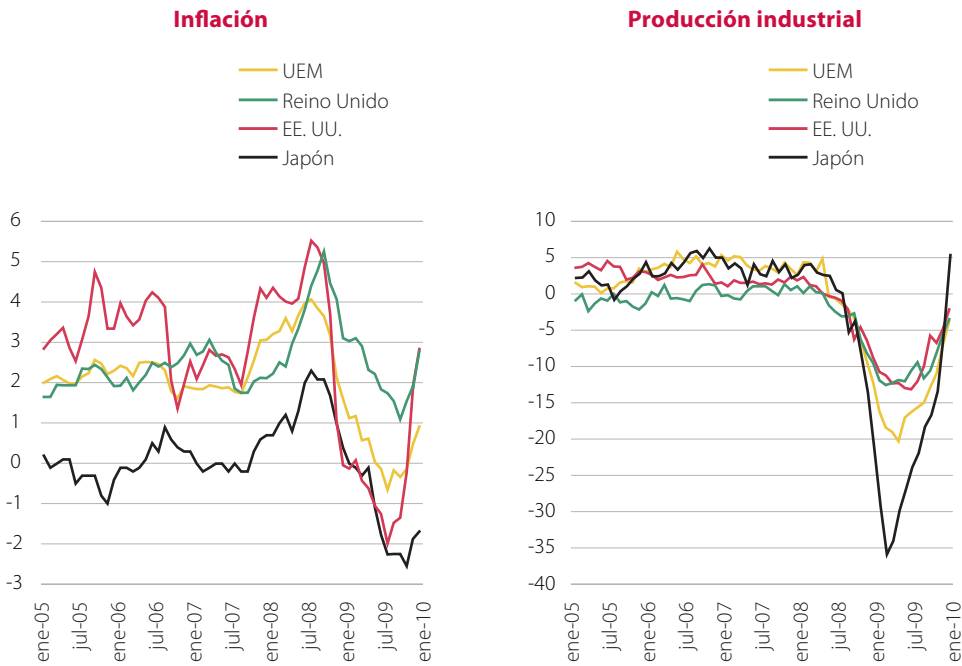
Los principales bancos centrales, con pocas excepciones<sup>4</sup>, decidieron mantener o reducir sus tipos de interés oficiales en 2009 hasta niveles mínimos en términos históricos (véase gráfico 1.4). En EE.UU. y en Japón los tipos fueron rebajados, por última vez, en diciembre de 2008, y se mantuvieron a lo largo de 2009 en tasas del 0%-0,25% para la economía estadounidense y del 0,1% para la japonesa. En Europa, el Banco de Inglaterra los redujo tres veces en 2009, hasta dejarlos en el 0,5% en marzo, mientras que el BCE lo hizo cuatro veces hasta que alcanzaron el 1% en mayo, sin que se produjeran modificaciones posteriores en ninguno de los dos casos.

4. Los bancos centrales de Australia y Noruega incrementaron sus tipos de interés en el último trimestre de 2009, como consecuencia de los indicios claros de recuperación económica y del aumento de la inflación por encima de lo previsto.

## Inflación y producción industrial (var. anual, %)

GRÁFICO 1.3

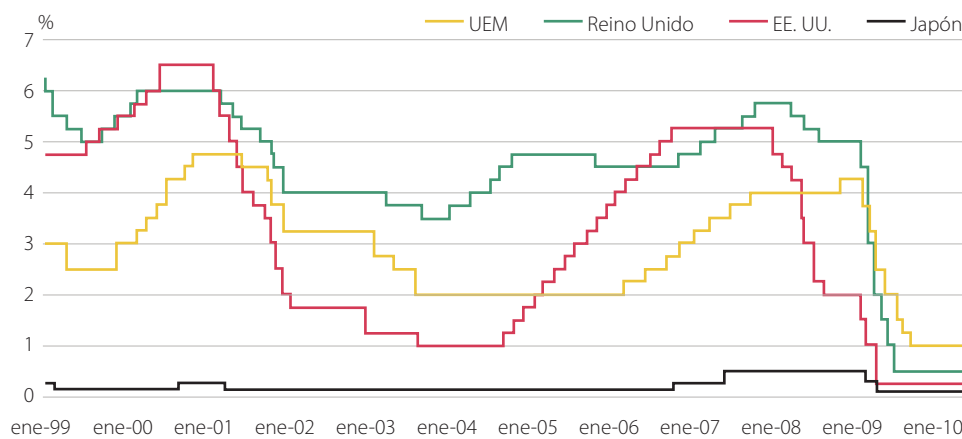
Marco económico  
y financiero  
Entorno económico  
y financiero



Fuente: Thomson Datastream.

## Tipos de interés de intervención (%)

GRÁFICO 1.4



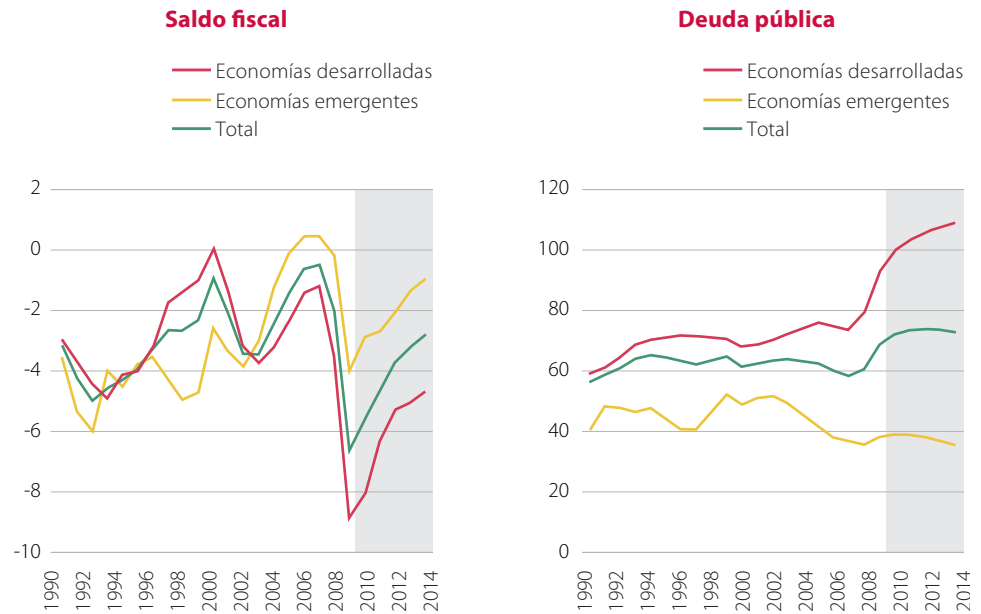
Fuente: Thomson Datastream.

## Intenso deterioro de las finanzas públicas

La caída de la actividad y las medidas de impulso fiscal y de apoyo al sistema financiero adoptadas por los Gobiernos elevaron notablemente los niveles de déficit y deuda públicos en 2009, tanto en las economías desarrolladas como, en menor medida, en las emergentes. Según las estimaciones del FMI, el déficit público del conjunto de las economías desarrolladas creció desde el 3,5% del PIB en 2008 hasta el 8,9% del PIB en 2009. Este aumento del déficit hizo que la deuda pública creciera desde el 79% del PIB a finales de 2008 hasta casi el 92% en 2009. En el caso de las economías emergentes y en desarrollo, el déficit público creció, entre 2008 y 2009, desde el 0,2% del PIB hasta el 4%, con un aumento de la deuda desde el 35,1% del PIB en 2008 hasta el 37,7% en 2009. Como se aprecia en el gráfico 1.5, el FMI prevé un considerable grado de persistencia en los déficits fiscales durante los próximos años, sobre todo en los países desarrollados.

## Saldo fiscal público y deuda pública (% PIB)

GRÁFICO 1.5



Fuente: FMI.

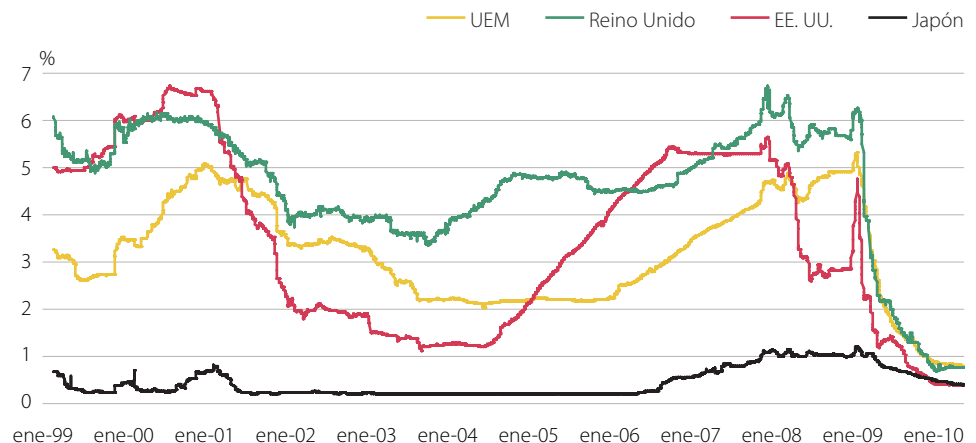
### 1.1.2 Evolución de los mercados financieros internacionales

#### Descenso de los tipos de interés a corto plazo en línea con el tono de la política monetaria

En un contexto de bajos tipos de interés oficiales, los tipos en los mercados interbancarios a diferentes plazos descendieron con intensidad en el conjunto del año, hasta alcanzar mínimos históricos (véase gráfico 1.6). Al mismo tiempo, los diferenciales entre las operaciones depo y repo en los mercados interbancarios, que habían aumentado considerablemente tras las turbulencias financieras iniciadas en el verano de 2007, continuaron cediendo e, incluso, en EE.UU., prácticamente desaparecieron.

#### Tipos de interés a corto plazo<sup>1</sup> (3 meses)

GRÁFICO 1.6



Fuente: Thomson Datastream. (1) Libor a tres meses.



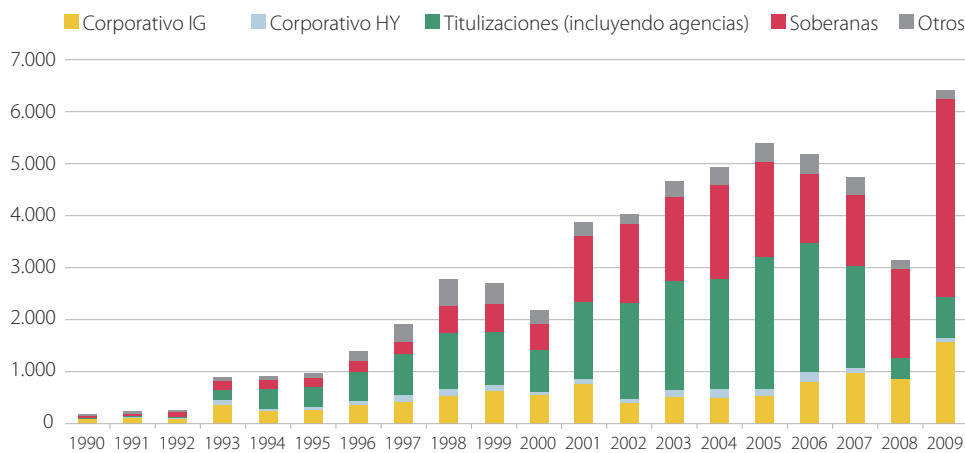
## Fuerte incremento de las emisiones de deuda pública a escala mundial y del riesgo soberano

Marco económico  
y financiero  
Entorno económico  
y financiero

Los importantes déficits públicos, antes comentados, propiciaron un notable incremento de la apelación de los Gobiernos a los mercados de deuda. Así, las emisiones netas soberanas aumentaron desde 1,7 billones de dólares en 2008 hasta 3,7 billones en 2009, concentrando el 60% del total de emisiones netas de instrumentos de renta fija realizadas durante el ejercicio (véase gráfico 1.7).

### Emisiones netas de renta fija internacionales por tipo de instrumento financiero (miles de millones de dólares)

GRÁFICO 1.7



Fuente: Dealogic.

La rentabilidad de la deuda pública a largo plazo mantuvo una tendencia alcista en las principales áreas geográficas en la primera mitad de 2009. Este efecto fue especialmente intenso en EE.UU. y Alemania, lo que reflejó, fundamentalmente, la acusada caída de los altos precios alcanzados a finales de 2008 por la deuda de estos países —considerada como “activo refugio”—, tras la mejoría de las perspectivas económicas a partir del segundo trimestre de 2009 (véase gráfico 1.8). Durante la segunda mitad del año, en un entorno de menor incertidumbre agregada, estas rentabilidades mostraron un comportamiento algo más errático. Al cierre del ejercicio, la rentabilidad de la deuda pública estadounidense a diez años se situaba en el 3,8% y la correspondiente a Alemania, en el 3,1%, lo que supone 158 y 44 puntos básicos más que en diciembre de 2008, respectivamente.

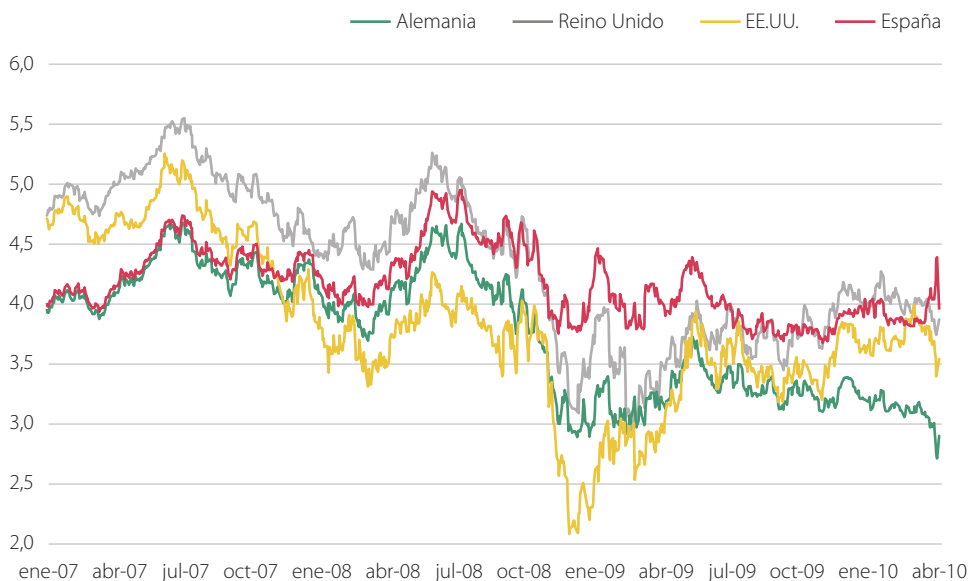
Es importante señalar el aumento de las rentabilidades exigidas en el caso de algunas deudas soberanas europeas, desde las últimas semanas de 2009 hasta los máximos de los primeros días de mayo de 2010<sup>5</sup>, como consecuencia del aparente efecto contagio que siguió a la constatación de los graves problemas fiscales de Grecia. Así, las primas de riesgo de la deuda pública implícitas en los CDS a cinco años aumentaron sustancialmente en varios países como Grecia, Portugal, España, Irlanda e Italia. En este contexto, aunque los déficits públicos están siendo elevados, con carácter general, en todas las economías desarrolladas, la distinta situación de partida en cada una de ellas, en términos del nivel de endeudamiento público y el saldo fiscal estructural, junto con el distinto grado de ambición percibido en sus respectivos programas de ajuste fiscal han dado lugar desde finales de 2009 a diferencias palpables en los indicadores de riesgo soberano (véanse gráficos 1.8 y 1.9). Como puede apreciarse en este último gráfico, la aprobación en mayo de 2010 de un mecanismo de asistencia financiera por la Unión Europea tuvo

5. La fecha de cierre del Informe es el 10 de mayo.

como efecto inmediato un descenso sustancial de las primas de riesgo soberano de los países cuya deuda pública estaba sometida a mayor presión.

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

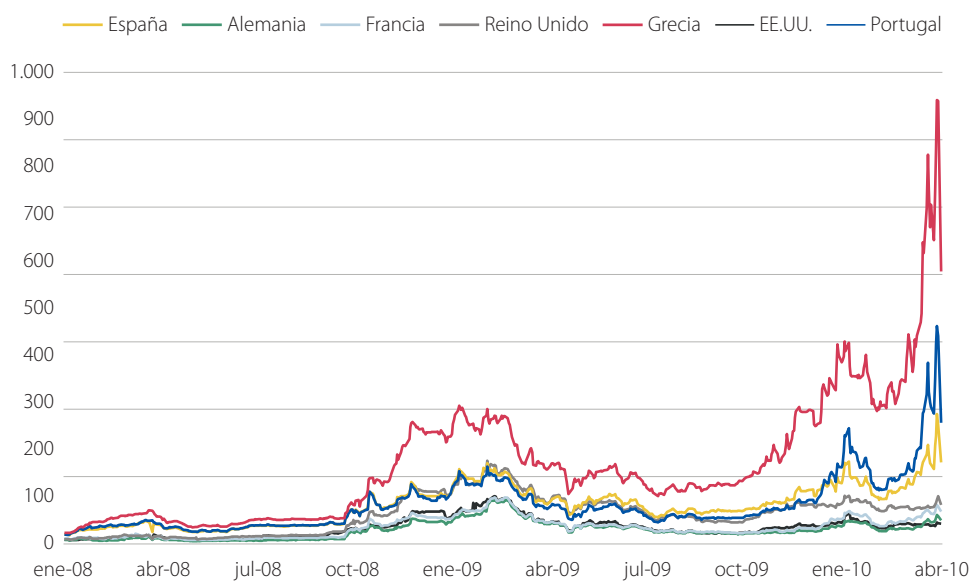
GRÁFICO 1.8



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 10 de mayo de 2010.

### Primas de riesgo de crédito de los CDS de bonos soberanos (p.b.)

GRÁFICO 1.9



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta 10 de mayo de 2010.

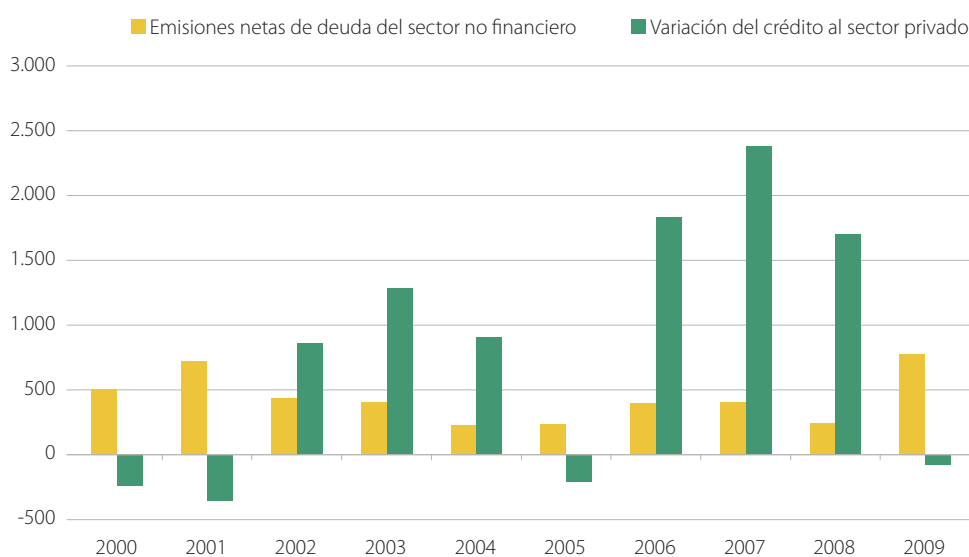
### Descenso de las primas de riesgo y aumento de las emisiones corporativas no financieras en los mercados internacionales de renta fija privada

La crisis financiera tuvo un impacto significativo en los mercados internacionales de renta fija que, en una primera etapa, extensible hasta finales de 2008, se tradujo en una reducción sustancial del volumen de emisiones de deuda privada y en un encarecimiento histórico de su coste (véase el aumento de los *spreads* de crédito por instrumento en el gráfico 1.11). Sin embargo, a lo largo de 2009 se observó una cierta normalización en las primas de riesgo requeridas por los inversores, acompañada de una recuperación de los volúmenes emitidos.

Como se advierte en el gráfico 1.7, el aumento de la emisión neta de deuda privada se concentró, fundamentalmente, en las emisiones de bonos de mayor calidad crediticia, efectuadas en su mayor parte por sociedades no financieras. De hecho, a lo largo de 2009 se ha observado un proceso de sustitución de las fuentes de financiación de estas entidades a favor de instrumentos de deuda y en detrimento del crédito bancario, propiciado por el endurecimiento de las condiciones de acceso a esta última fuente (véase gráfico 1.10). Las emisiones netas de las entidades financieras se mantuvieron prácticamente en los mismos niveles de 2008, por debajo de los 500 mil millones de dólares, a pesar de los distintos programas de avales públicos para la emisión de deuda bancaria. En cuanto a las titulizaciones, el volumen emitido se mantuvo, por segundo año consecutivo, en niveles muy reducidos.

### Financiación del sector privado no financiero (miles de millones de dólares)

GRÁFICO 1.10



Fuente: Dealogic y Thomson Datastream. Para obtener la serie de crédito se han agregado las series de crédito a sociedades no financieras en la zona euro y el Reino Unido y de crédito al sector residente en EE.UU. y Japón.

En cuanto a precios, el descenso de las primas de riesgo de las sociedades emisoras en EE.UU. y Europa a lo largo de 2009 fue considerable. De hecho, los niveles de las primas de riesgo al finalizar el año eran, en muchos casos, similares a los observados antes de la crisis (véase gráfico 1.11). Sin embargo, en los primeros meses de 2010, el tensionamiento en los mercados de deuda pública en algunos países europeos ha dado lugar a un incremento, en algunos casos, sustancial, en las primas de riesgo privadas (véase gráfico 1.16 para el caso español).

### Fuerte recuperación de los mercados de renta variable desde marzo

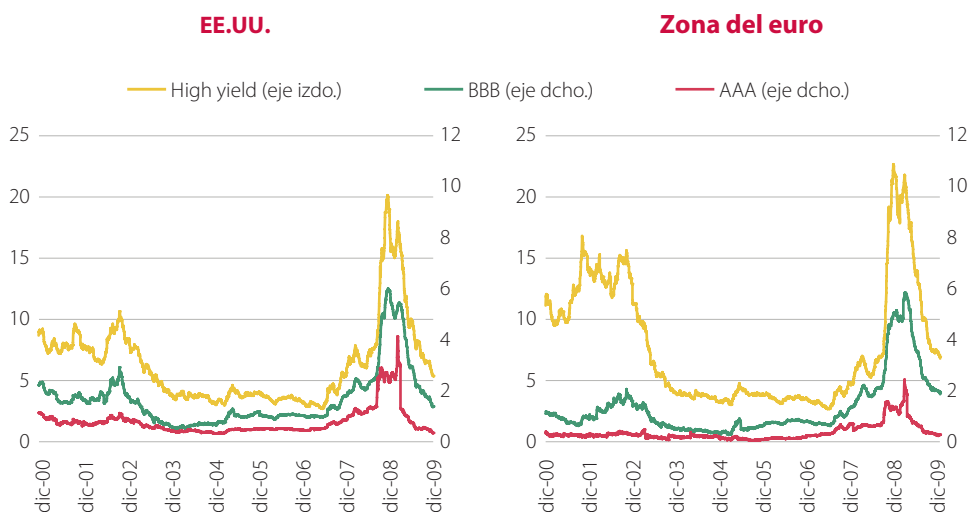
Tras un primer trimestre de notables caídas generalizadas en los índices de renta variable, el segundo y el tercer trimestre de 2009 se saldaron con crecimientos sustanciales en las cotizaciones y descensos notables en la volatilidad (véanse gráficos 1.12 y 1.13). El último trimestre del año se caracterizó por una cierta indefinición en los movimientos de los precios, previsiblemente, a la espera de contar con un conjunto de indicadores más amplio que permitiera valorar la fortaleza de la incipiente recuperación.

Con todo, en el conjunto del año, las revalorizaciones de los principales índices bursátiles fueron elevadas. En las principales economías desarrolladas, los índices

experimentaron ganancias que oscilaron entre el 19% del Dow Jones y el 44% del Nasdaq (véase cuadro 1.1). Las revalorizaciones de los índices europeos se situaron entre el 20,7% del índice italiano Mib 30 y el 29,8% del Ibex 35. En los mercados latinoamericanos, destacó el comportamiento alcista de los índices argentino (Merval), peruano (IGBL) y brasileño (Bovespa), que repuntaron un 115%, un 99% y un 83% respectivamente a lo largo del año. En Asia, el índice de renta variable de referencia chino (Shangai Composite) se revalorizó un 80%.

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

GRÁFICO 1.11

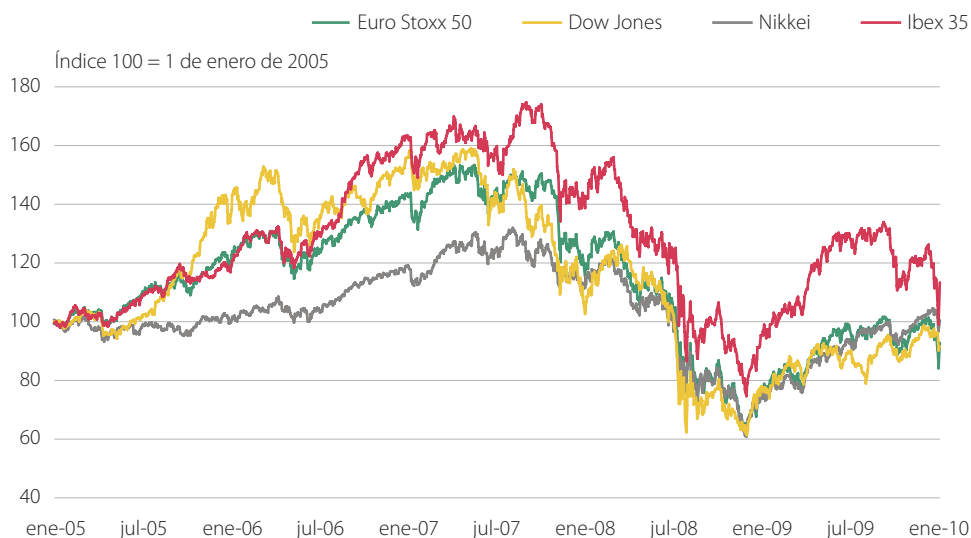


Fuente: Thomson Datastream (índices Merrill Lynch, IBOXX). (1) Expresado como la diferencia entre la TIR del conjunto de bonos que pertenece a un índice de determinado vencimiento y calidad crediticia y la de los bonos de deuda pública a diez años (en el caso de la zona del euro se utiliza un bono sintético).

En los primeros meses de 2010 se ha observado un comportamiento dispar entre las bolsas norteamericanas, cuyos índices en la fecha de cierre han registrado revalorizaciones de entre el 3% y el 5%, y la mayoría de los mercados europeos, cuyos índices de referencia han descendido con cierta intensidad, a la vista de la incertidumbre asociada al deterioro de las finanzas públicas de algunas economías.

### Evolución de los principales índices bursátiles internacionales

GRÁFICO 1.12

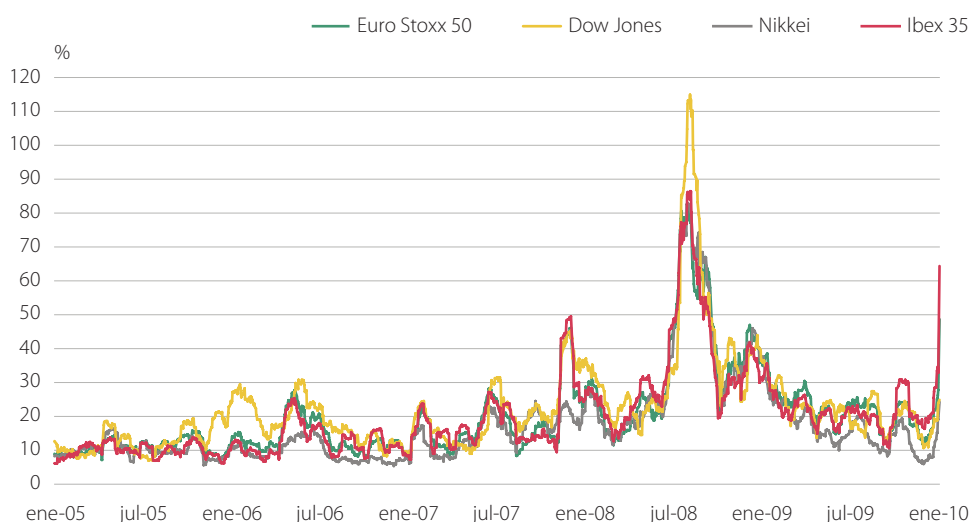


Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta 10 de mayo de 2010.

## Volatilidad histórica<sup>1</sup> de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 1.13

Marco económico  
y financiero  
Entorno económico  
y financiero



Fuente: Thomson Datastream. (1) La volatilidad histórica del índice en el día t está calculada como la desviación típica de los rendimientos diarios del índice de las 20 sesiones anteriores a t. Datos hasta 10 de mayo de 2010.

## Los mercados de renta variable: rentabilidad

CUADRO 1.1

Bolsa	Índice	Var <sup>1</sup> (%)				
		2005	2006	2007	2008	2009
<b>Países desarrollados</b>						
EE.UU.	Dow Jones Ind. A.	-0,6	16,3	6,4	-33,8	18,8
EE.UU.	Nasdaq Composite	1,4	9,5	9,8	-40,5	43,9
Japón	Nikkei	40,2	6,9	-11,1	-42,1	19,0
Reino Unido	FTSE 100	16,7	10,7	3,8	-31,3	22,1
Zona del euro	Euro Stoxx 50	21,3	15,1	6,8	-44,4	21,1
Euronext	Euronext 100	23,2	18,8	3,4	-45,2	25,5
Alemania	Dax 30	27,1	22,0	22,3	-40,4	23,8
Italia	Mib 30	13,9	19,0	-8,0	-48,7	20,7
España	Ibex 35	18,2	31,8	7,3	-39,4	29,8
<b>Latinoamérica y Asia</b>						
Argentina	Merval	12,2	35,5	2,9	-49,8	115,0
Brasil	Bovespa	27,7	32,9	43,7	-41,2	82,7
Chile	IGPA	2,7	34,4	13,8	-19,6	46,9
México	IPC	37,8	48,6	11,7	-24,2	43,5
Perú	IGBL	29,4	168,3	36,0	-59,8	99,2
Corea del Sur	Korea Cmp Ex	54,0	4,0	32,3	-40,7	49,7
Hong Kong	Hang Seng	4,5	34,2	39,3	-48,3	52,0
China	Shanghai Composite	-8,3	130,4	96,7	-65,4	80,0

Fuente: Thomson Datastream. (1) En moneda local.

Tras el descenso iniciado en marzo, a finales de año las volatilidades históricas de los principales índices oscilaban en torno al 15%, en línea con las medias observadas en la última década. Por su parte, la contratación de las bolsas de valores continuó descendiendo en 2009. En concreto, la caída de la contratación fue superior al 20% en las bolsas estadounidenses y al 30% en las europeas. Únicamente algunas bolsas asiáticas mostraron variaciones positivas.

Finalmente, cabe señalar una cierta recuperación de las ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta de valores de renta variable a lo largo del último ejercicio.

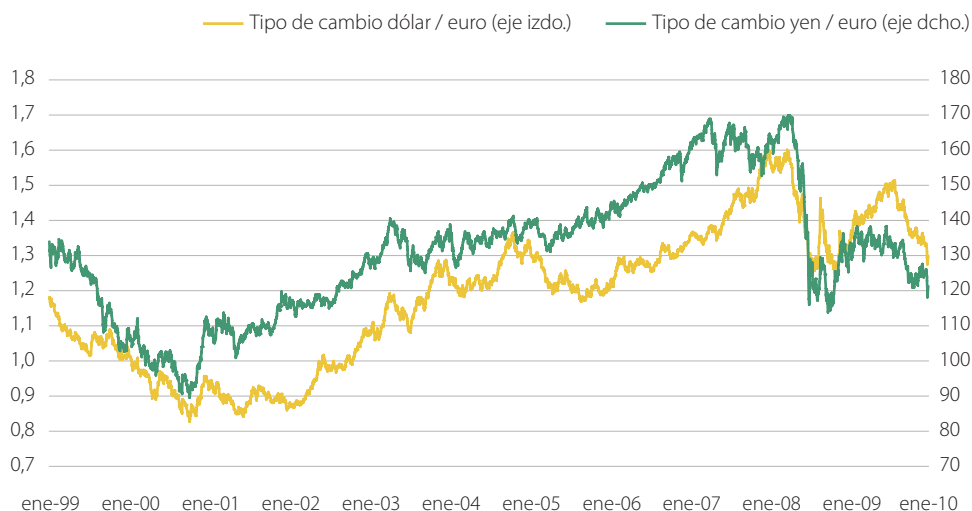
Así, de acuerdo a los datos suministrados por Dealogic, el volumen de estas operaciones en los mercados internacionales ascendió a 1,1 billones de dólares en 2009, una cifra sustancialmente superior a los 0,8 billones de 2008 y relativamente cercana a los 1,2 billones de 2007.

### Depreciación del dólar, atenuada en las últimas semanas del ejercicio

En el ámbito de los mercados de divisas, destaca la depreciación del dólar respecto al euro durante la mayor parte del año, que dio paso a una notable apreciación en las últimas semanas del año. La debilidad del dólar fue atribuida, en el primer semestre de 2009, al deterioro de las finanzas públicas estadounidenses y al carácter marcadamente expansivo de su estrategia de política monetaria. En cuanto al tipo de cambio yen/euro, la moneda japonesa tendió a depreciarse en los tres primeros meses del año, para estabilizarse a partir de entonces. Sin embargo, desde las últimas semanas de 2009, el dólar se ha revalorizado sustancialmente frente al euro debido a la mejora en las perspectivas de la economía estadounidense y, fundamentalmente, a la incertidumbre asociada al deterioro de las finanzas públicas europeas.

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

GRÁFICO 1.14



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta 10 de mayo de 2010.

## 1.2 Entorno económico y financiero español

### Se atenúa el ritmo de deterioro de la economía española

La actividad económica nacional continuó contrayéndose durante el pasado año, aunque a tasas cada vez menores (véase gráfico 1.2). En el conjunto del ejercicio, el retroceso del PIB (-3,6%) fue ligeramente inferior al registrado por el conjunto de los países de la zona del euro (-3,9%). Como se aprecia en el cuadro 1.2, el descenso del PIB se produjo como consecuencia, fundamentalmente, de la caída del consumo privado y de la formación bruta de capital, que no pudo ser compensada por el aumento del consumo público ni por la aportación positiva neta procedente del sector exterior. No obstante, conforme avanzaba el ejercicio, se observó una progresiva disminución de la aportación negativa de la demanda nacional al crecimiento agregado, junto con una reducción paralela en la contribución positiva del sector exterior. Por sectores productivos, el PIB cayó un 14,7% en la industria, un 6,3% en la construcción y un 1% en los servicios.

**Indicadores de la economía española**

CUADRO 1.2

	2005	2006	2007	2008	2009
<b>PIB</b>	3,6	4,0	3,6	0,9	-3,6
Consumo privado	4,2	3,8	3,7	-0,6	-5,0
Consumo público	5,5	4,6	5,5	5,5	3,8
Formación bruta de capital fijo, de la que:	7,0	7,2	4,6	-4,4	-15,3
Bienes de equipo	9,2	9,9	9,0	-1,8	-23,1
Exportaciones	2,5	6,7	6,6	-1,0	-11,5
Importaciones	7,7	10,2	8,0	-4,9	-17,9
Sector exterior (contribución al crecimiento, pp)	-1,7	-1,4	-0,9	1,4	2,8
<hr/>					
Empleo	3,2	3,2	2,9	-0,6	-6,7
Tasa de paro <sup>1</sup>	9,2	8,5	8,3	11,4	18,1
IPC armonizado	3,4	3,6	2,8	4,1	-0,3
Saldo cuenta corriente (% PIB)	-7,5	-9,0	-10,0	-9,6	-5,1
Saldo AA.PP. (% PIB)	1,0	2,0	2,2	-4,1	-11,4

Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda, INE y Comisión Europea. (1) Definición de Eurostat.

En un contexto de retroceso del consumo privado, la tasa de variación del IPC descendió desde el 1,4% en diciembre de 2008 hasta el -1,4% en julio de 2009, mientras que la inflación subyacente se redujo, durante el mismo periodo, desde el 2,4% hasta el 0,6%. En la segunda mitad del año, los componentes más volátiles del índice invirtieron esta tendencia y la inflación finalizó el ejercicio en el 0,8%. El diferencial de inflación con la zona del euro, que se tornó negativo en diciembre de 2008 y alcanzó un mínimo de -0,9 p.p. en mayo de 2009, se fue cerrando progresivamente en la segunda mitad de 2009, hasta terminar el año en -0,1 p.p.

El ajuste de la actividad prolongó el fuerte deterioro del mercado de trabajo a lo largo de 2009, aunque éste fue menos intenso en la segunda mitad del año. Así, de acuerdo con los datos de la EPA, el número de empleados cayó un 6,1% respecto al año anterior y, al finalizar el año, la tasa de paro se situó en el 18,8% de la población activa, frente al 13,9% de finales de 2008.

Cabe destacar, asimismo, el sustancial incremento del déficit público, que alcanzó el 11,2% del PIB en 2009, frente al 4,1% en 2008. Los tres factores más importantes que explican este aumento del déficit (las medidas transitorias para combatir la crisis, el empeoramiento cíclico de la actividad económica y el aumento del déficit de carácter estructural) habrían tenido impactos muy similares entre sí, que se estiman entre 2,2 y 2,5 puntos del PIB<sup>6</sup>.

**Se reduce la necesidad de financiación exterior de la economía española**

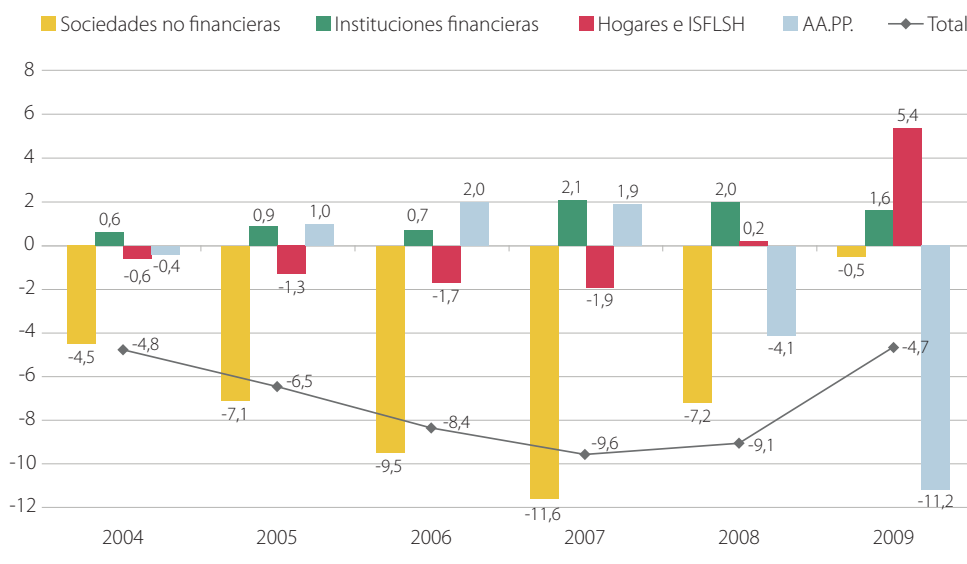
El descenso del consumo y de la inversión del sector privado se tradujo en una notable reducción de la necesidad de financiación de la economía española frente al resto del mundo, que pasó del 9,1% del PIB en 2008 al 4,7% en 2009. La capacidad de financiación de los hogares, que había vuelto a ser positiva en 2008, se incrementó desde el 0,2% del PIB hasta el 5,4%, alimentada por un fuerte aumento de la tasa de ahorro. Por su parte, el descenso de la inversión de las sociedades no

6. Descomposición del déficit estimada por el Ministerio de Economía y Hacienda.

financieras redujo la necesidad de financiación de este sector desde el 7,2% del PIB en 2008 hasta el 0,5% en 2009. En contraste con estos dos sectores, durante el último año se incrementó con intensidad la necesidad de financiación del sector público, como se aprecia en el gráfico 1.15.

### Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de la economía española (% s/PIB)

GRÁFICO 1.15



Fuente: Banco de España.

### El descenso de la actividad económica repercute negativamente en el negocio bancario y en la calidad de sus activos

Las entidades de crédito nacionales continuaron operando en un entorno de gran complejidad. La debilidad de la actividad económica incidió negativamente en su cuenta de resultados, de tal manera que los beneficios agregados del conjunto de las entidades de crédito descendieron un 29,7% en 2009 debido a la caída del volumen de negocio y al deterioro de los activos crediticios. El flujo neto de crédito a empresas y familias continuó descendiendo durante 2009 a un ritmo ligeramente menor que en la zona del euro, mientras que la tasa de morosidad siguió ascendiendo. A finales de 2009, dicha tasa alcanzaba el 5,1% del volumen de crédito, frente al 3,4% del mismo mes de 2008 y al 0,9% de 2007. A pesar del grado de heterogeneidad en cuanto a la fortaleza financiera de las distintas entidades, la situación del sector en materia de financiación fue relativamente cómoda, gracias a las medidas de apoyo adoptadas por las autoridades nacionales y por el BCE.

### Se modera el descenso de los beneficios de las sociedades no financieras cotizadas

El beneficio conjunto de las sociedades no financieras cotizadas creció un 14,7% en 2009, situándose en 24.334 millones de euros. Este aumento refleja un mejor comportamiento relativo de las sociedades constructoras e inmobiliarias, tras las cuantiosas pérdidas experimentadas por estos sectores en 2008 (véase cuadro 1.3). En el resto de sectores, los resultados siguieron empeorando, especialmente en el industrial y energético, pero a un ritmo menor que en 2008. El endeudamiento conjunto de las sociedades cotizadas creció un 4,6%, hasta alcanzar un importe de 323 mil



millones de euros, y la ratio de apalancamiento aumentó desde 1,6 en 2008 hasta 1,7 en 2009. Por otro lado, el descenso de los tipos de interés permitió una ligera reducción de la carga financiera de las sociedades.

**Marco económico  
y financiero**  
Entorno económico  
y financiero

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

CUADRO 1.3

Millones de euros

	EBITDA <sup>2</sup>		EBIT <sup>3</sup>		Resultado Ejercicio	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Energía	26.899	29.043	18.174	18.385	16.118	11.797
Industria	3.309	2.797	1.828	1.274	912	303
Comercio y servicios	30.390	29.022	18.867	17.454	11.449	11.042
Construcción e inmobiliario	1.920	4.749	-1.101	1.634	-7.127	1.168
Ajustes	-439	-270	-251	-94	-137	+24
<b>Total agregado</b>	<b>62.079</b>	<b>65.341</b>	<b>37.517</b>	<b>38.653</b>	<b>21.215</b>	<b>24.334</b>

Fuente: CNMV. (1) Resultados acumulados en el año. (2) Resultado bruto de explotación. (3) Resultados antes de intereses e impuestos.

### **Aumenta considerablemente la tasa de ahorro de los hogares**

Los indicadores de posición patrimonial de los hogares referentes al tercer trimestre de 2009 indican que continuó el aumento de la tasa de ahorro de este sector, que, en dicho trimestre, superaba el 18% de la renta disponible. Este aumento de la tasa de ahorro ha ido acompañado de un descenso de la ratio de endeudamiento del sector, hasta valores cercanos al 125% de la renta bruta disponible. Por otra parte, tras experimentar descensos durante 2008 y la primera mitad de 2009, el patrimonio de los hogares tendió a estabilizarse durante el segundo semestre de este último año, como consecuencia de la revalorización de los activos financieros, que compensó un nuevo descenso en el valor de los activos inmobiliarios.

### **Fuerte aumento de las emisiones de deuda pública y repunte del riesgo soberano**

Las emisiones brutas de deuda de las administraciones públicas alcanzaron un importe de 248.016 millones de euros, más del doble que el año anterior. Así, el fuerte desfase entre ingresos y gastos se tradujo en una emisión neta de deuda superior a los 127 mil millones de euros (véase el capítulo 4 de este informe para un mayor detalle). La deuda pública se incrementó desde el 39,7% del PIB en 2008 hasta el 55,2% en 2009.

La percepción de mayor riesgo soberano se reflejó en los aumentos de la rentabilidad exigida por el mercado a los bonos y obligaciones del Estado, que fueron especialmente intensos en el primer trimestre del pasado ejercicio. Durante los dos trimestres centrales, el riesgo soberano, medido a través de los CDS y del diferencial de rendimientos con respecto a la deuda alemana, retomó niveles más modestos, para, posteriormente, volver a repuntar en la parte final del año (véase gráfico 1.16). Desde entonces, la percepción del riesgo asociado a la deuda pública española ha aumentado hasta alcanzar niveles que nunca antes se habían registrado desde el establecimiento del euro<sup>7</sup>.

7. Al cierre de este Informe, el CDS del bono español a cinco años se situaba en 172 p.b., mientras que el diferencial con el bono alemán a ese plazo era de 105 p.b.

## Recomposición de las emisiones de renta fija privada y descenso de las primas de riesgo

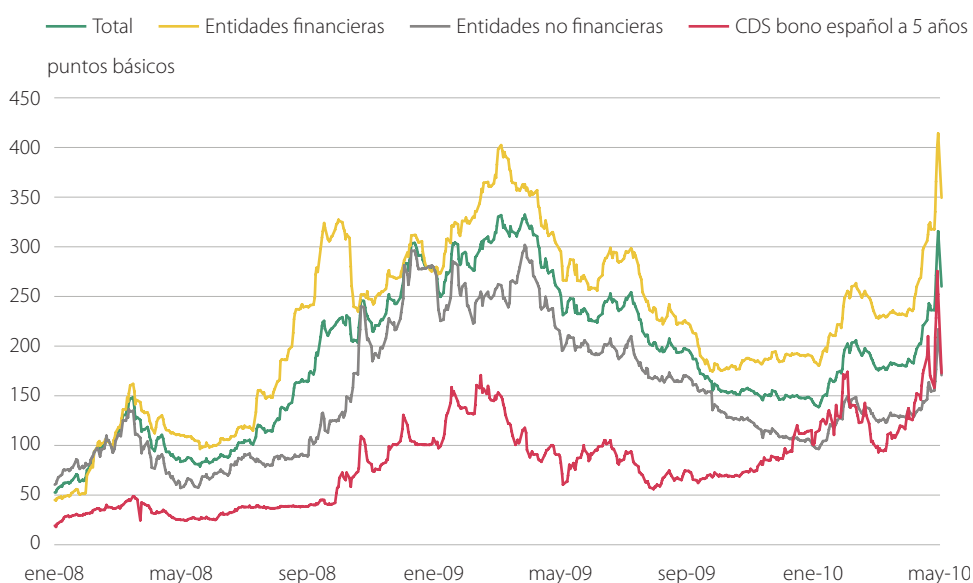
En contraste con la deuda pública, las emisiones del sector privado, donde las instituciones financieras tienen un marcado protagonismo, descendieron de forma notable, a la vez que mostraron un cambio considerable en la composición de los activos emitidos. Las emisiones brutas de renta fija privada efectuadas por emisores españoles alcanzaron un importe cercano a los 538 mil millones de euros en 2009, lo que supone un descenso del 8,7% respecto a 2008.

En cuanto a la composición de las emisiones efectuadas en España, cabe destacar el aumento de la importancia relativa de los bonos y obligaciones simples, alimentado, fundamentalmente, por las emisiones avaladas por el Estado. Como se comenta con mayor detalle en el capítulo 4, también se incrementó el peso de las cédulas hipotecarias y, en menor medida, el de las participaciones preferentes en el total emitido. Por el contrario, descendió considerablemente el peso relativo de las emisiones de pagarés de empresa, que, no obstante, siguieron constituyendo el principal segmento de emisión de renta fija privada en cuanto a volumen. También disminuyó significativamente la importancia relativa de los bonos de titulización.

La prima de riesgo de crédito de la deuda privada española, evaluada a través de los *spreads* de los CDS de los emisores españoles, se mantuvo al alza hasta marzo de 2009, para seguir, a partir de entonces, una trayectoria descendente. El año finalizó con niveles de las primas similares a los existentes poco antes de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. Desde entonces, el incremento de la percepción de riesgo asociado a la deuda pública española se ha trasladado progresivamente al sector privado, tanto financiero como no financiero. Así, las primas de riesgo de crédito de los emisores españoles alcanzaban nuevamente a principios de mayo de 2010 los niveles máximos registrados a principios de marzo de 2009 (véase gráfico 1.16).

Prima de riesgo de los emisores españoles<sup>1</sup>

GRÁFICO 1.16



Fuente: Thomson Datastream. (1) Mercado de derivados de crédito. Vencimiento a 5 años. Media simple, salvo para el CDS del bono español. Datos hasta 10 de mayo de 2010.

## Recuperación de las cotizaciones bursátiles desde marzo

Marco económico  
y financiero  
Entorno económico  
y financiero

De manera similar a lo comentado anteriormente en el plano internacional, el ejercicio 2009 tuvo dos periodos notablemente diferenciados para los mercados españoles. En el primer periodo, los precios de las acciones siguieron la tendencia del año anterior y continuaron cayendo hasta marcar un mínimo anual el 9 de marzo. Desde entonces, se registró un crecimiento sustancial en las cotizaciones bursátiles. En el conjunto del año, el Ibex 35 se revalorizó un 29,8%, por encima de los avances observados en el resto de plazas europeas de referencia (véase cuadro 1.1). La tendencia alcista de los precios de la renta variable se ha invertido nuevamente en los primeros meses de 2010 como consecuencia de las turbulencias asociadas a los mercados de deuda pública europeos. En un contexto de elevada volatilidad, el Ibex 35 ha llegado a perder, de manera puntual en lo que va de año, más de un 24%. A fecha de cierre de este Informe, estas pérdidas se corregían hasta alcanzar un 13% en relación a su nivel de cierre de 2009, lo que representa un descenso superior al experimentado en el resto de las plazas europeas de referencia.

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

CUADRO 1.4

Índices	2005	2006	2007	2008	2009
Ibex 35	18,2	31,8	7,3	-39,4	29,8
Madrid	20,6	34,5	5,6	-40,6	27,2
Ibex Medium Cap	37,1	42,1	-10,4	-46,5	13,8
Ibex Small Cap	42,5	54,4	-5,4	-57,3	17,6
FTSE Latibex All-Share	83,9	23,8	57,8	-51,8	97,2
FTSE Latibex Top	77,9	18,2	33,7	-44,7	79,3
<b>Sectores<sup>1</sup></b>					
Petróleo y gas	29,1	18,3	1,8	-30,8	-20,1
Químicas	176,1	-20,4	-58,4	-67,8	3,4
Materiales básicos	20,0	69,3	-17,2	-45,4	23,1
Construcción y mat. de construcción	50,4	61,6	-12,0	-51,0	25,5
Bienes industriales y servicios	18,4	28,4	6,9	-41,9	29,3
Salud	19,0	40,7	19,2	-45,0	17,7
Utilities	27,2	42,0	18,5	-31,0	-7,8
Bancos	19,2	27,6	-4,5	-47,9	46,3
Seguros	39,9	44,7	-13,3	-25,0	19,8
Inmobiliaria	58,9	100,4	-42,6	-58,6	-43,8
Servicios financieros	58,6	91,1	-35,6	-44,3	20,8
Telecomunic. y medios de comunic.	-0,7	29,4	26,3	-31,4	23,5
Consumo discrecional	24,8	21,2	-7,7	-39,2	37,0
Consumo básico	19,0	12,9	6,9	-22,5	-8,4

Fuente: Thomson Datastream. (1) Clasificación de Thomson Datastream.

Como se aprecia en el cuadro 1.4, los índices representativos de las sociedades cotizadas de pequeña (Ibex Small Cap) y mediana capitalización (Ibex Medium Cap) mostraron avances más modestos, del 17,6% y el 13,8% respectivamente. Por sectores, las mayores revalorizaciones se produjeron en el de entidades bancarias (46%), bienes de consumo discrecional (37%) y bienes industriales y servicios (29%). Como se indica

en el capítulo 3 de este informe, el mercado español para valores latinoamericanos (Latibex) registró ganancias en precios muy superiores a las del Ibex 35.

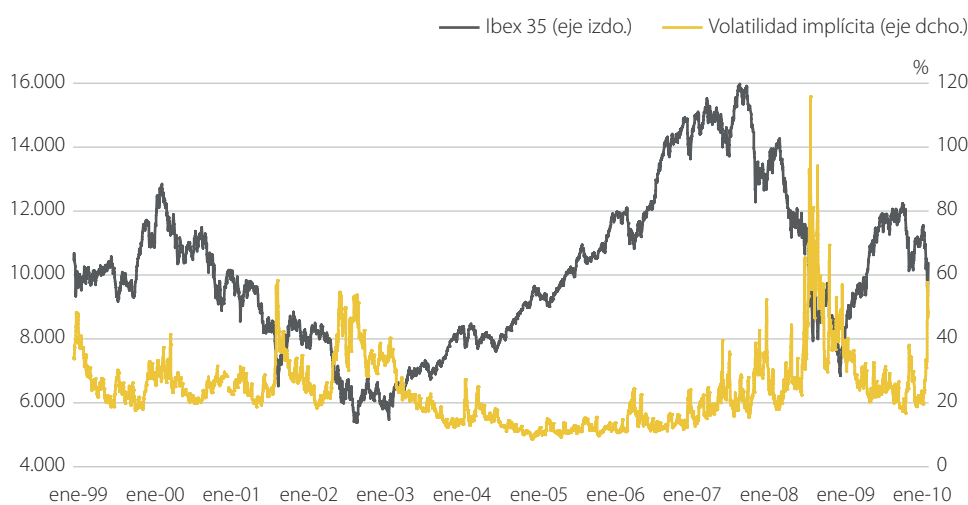
En este marco, la volatilidad de los contratos sobre el Ibex 35 negociados en MEFF, que aumentó en los dos primeros meses del año hasta superar puntualmente valores del 60%, siguió una trayectoria descendente en los meses siguientes, finalizando el año en tasas cercanas al 20% (véase gráfico 1.17). La liquidez, medida por el diferencial de compraventa (*bid-ask spread*) del Ibex 35, también empeoró durante las primeras semanas de 2009, para mejorar posteriormente de manera notable, alcanzando valores similares a los observados antes del inicio de la crisis (véase gráfico 3.1).

En cuanto a la contratación, su importe efectivo se redujo por segundo año consecutivo, quedando en algo más de 877 mil millones de euros, retrocediendo así hasta niveles del año 2005. A diferencia del año anterior, en el que la reducción del importe contratado reflejaba, esencialmente, el descenso de los precios, la caída de 2009 fue el reflejo de la reducción en el número de títulos intercambiados. En este sentido, el descenso de la contratación fue similar al observado en otras bolsas de referencia.

Como se detalla en el capítulo 3, pese a la mejora del mercado secundario en términos de precios, volatilidad y liquidez, las ampliaciones de capital y las ofertas públicas de venta de valores fueron escasas, como ya sucediera en 2008.

### Evolución del Ibex 35 y de su volatilidad implícita<sup>1</sup>

GRÁFICO 1.17



Fuente: Thomson Datastream y MEFF. (1) Volatilidad implícita publicada por MEFF para el contrato derivado con fecha de vencimiento más cercana. Datos hasta 10 de mayo de 2010.

### 1.3 Perspectivas del entorno económico y financiero

Las previsiones más recientes del FMI y la OCDE apuntan hacia una senda de recuperación para la economía mundial que, de cumplirse, se traduciría en tasas de crecimiento cercanas al 4% en 2010 y en una tasa algo superior a ésta en 2011, en el entorno del 4,3%. De acuerdo con estas previsiones, la recuperación de la economía mundial estaría alimentada por un crecimiento vigoroso de las economías emergentes y, de manera singular, de las economías asiáticas, y por el afianzamiento de la recuperación de la actividad en las economías desarrolladas, especialmente en EE.UU. Sin embargo, en la medida en que una parte sustancial de la recuperación de la actividad mundial ha tenido lugar, hasta la fecha, gracias a las medidas

extraordinarias de impulso adoptadas por las autoridades, persiste una elevada incertidumbre en torno a la intensidad y, sobre todo, a la sostenibilidad del crecimiento a medida que estas medidas vayan siendo retiradas.

Entre los riesgos que pueden afectar a los escenarios macrofinancieros contemplados por los principales organismos internacionales cabe destacar, principalmente, los relacionados con la sostenibilidad de las finanzas públicas en algunas economías avanzadas, la persistencia en el elevado grado de deterioro en los mercados de trabajo y las dificultades en la corrección de los desequilibrios en la demanda global, sin que tampoco puedan descartarse episodios puntuales de inestabilidad en algunos mercados o instituciones financieras. Desde el punto de vista de la política económica, el mayor riesgo a corto plazo estaría asociado a la puesta en práctica de las estrategias de retirada de los planes de estímulo extraordinarios.

En cuanto a la economía española, los organismos internacionales manejan previsiones algo menos optimistas que para el resto de las principales economías avanzadas. Así, de acuerdo con las últimas previsiones del FMI, correspondientes a enero de 2010, España todavía se mantendría en recesión durante 2010, con una caída prevista del PIB para ese ejercicio del 0,6%. A partir de 2011, según las previsiones disponibles, el escenario para la economía española comenzaría a mejorar progresivamente. Con todo, la economía española cerró el ejercicio 2009 con varios retos importantes en el horizonte más cercano, como son (i) la necesidad de implementar un plan de ajuste fiscal ambicioso que permita reducir progresivamente el elevado déficit público, en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento; (ii) la necesidad de mantener su compromiso para reducir progresivamente el elevado déficit público, en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento; y (iii) la necesidad de culminar satisfactoriamente el proceso de reordenación del sistema financiero doméstico, con el fin de que este sector recupere su papel central como factor clave de crecimiento. Las recientes turbulencias en el mercado de deuda soberana, que están teniendo una incidencia notable en los mercados de valores domésticos, hacen todavía más valiosa una respuesta temprana y contundente en los tres frentes anteriores.



## 2 Los mercados financieros a través de la crisis: retos e iniciativas para su recuperación

La intensificación de la crisis global a partir de septiembre de 2008 provocó una rápida movilización de la comunidad internacional con el objetivo de aportar soluciones cooperativas a los graves problemas sufridos por el sistema financiero mundial. Uno de los resultados más visibles de esta movilización sin precedentes es la intensa actividad desplegada desde entonces por los organismos con responsabilidades, tanto a nivel nacional como supranacional, en materia de regulación, supervisión y fijación de estándares en el ámbito financiero. Fruto de esta actividad, los últimos meses han sido testigos de múltiples debates, propuestas y medidas concretas para poner remedio a los fallos y elementos de vulnerabilidad en el funcionamiento de los mercados financieros puestos de relieve por la crisis.

Este capítulo del Informe aporta una descripción de las principales iniciativas regulatorias planteadas recientemente desde distintos ámbitos, con especial énfasis en aquellas cuestiones que afectan de manera más directa a los mercados de valores españoles (sección 2.3). Con el fin de ubicar adecuadamente estas novedades regulatorias en el especial contexto económico y financiero en el que han sido formuladas, en la primera parte del capítulo se analizan las condiciones macrofinancieras en las que se originó la crisis (sección 2.1) y el papel jugado en la misma por los principales instrumentos y mercados financieros especializados en la transferencia y gestión del riesgo de crédito a nivel global (sección 2.2). Las iniciativas en las que se centra este capítulo representan, lógicamente, sólo una parte de las medidas planteadas a raíz de la crisis para reforzar el sistema financiero. Así, en este capítulo sólo se abordan de manera incidental algunas propuestas y medidas recientes en materia de regulación prudencial y supervisión<sup>1</sup>.

### 2.1 La naturaleza dual de la crisis (I): desequilibrios macrofinancieros

La actual crisis tiene en su origen varios factores que la hacen singularmente diferente a otras crisis acaecidas en las últimas décadas. Por un lado, a diferencia de los episodios registrados durante la década de los ochenta en varias economías latinoamericanas y, en la segunda mitad de la última década del siglo xx, en el sudeste asiático, Brasil y Rusia, la crisis actual tuvo su epicentro en el corazón del sistema financiero mundial, es decir, en EE.UU. De hecho, los sistemas financieros de la mayoría de las economías emergentes, más allá del lógico impacto provocado por una crisis mundial de la envergadura de la actual, han soportado con relativa firmeza los peores momentos de este episodio. Por otro lado, el estallido de esta crisis

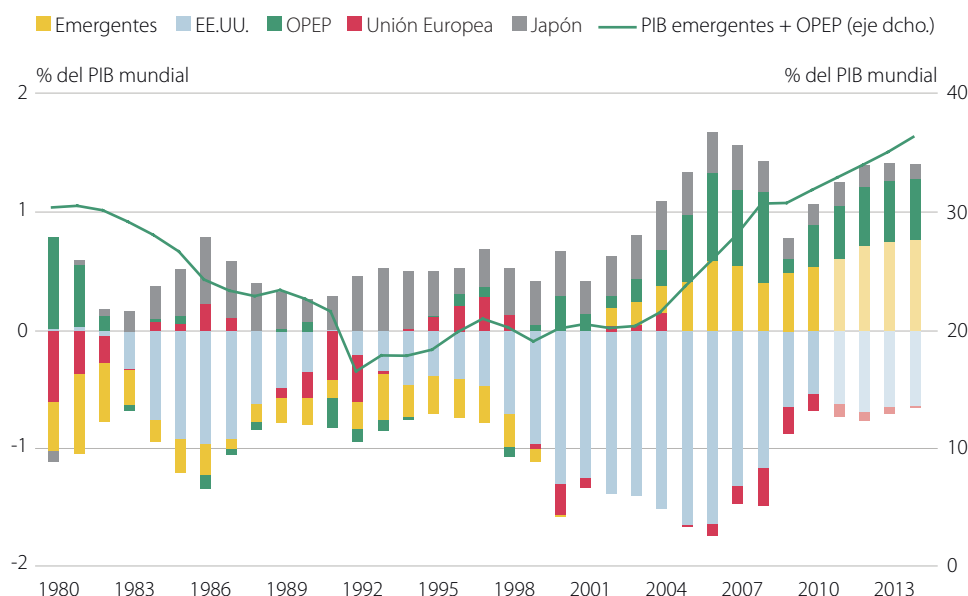
1. Martínez y Rodríguez (2009) presentan una descripción detallada de las principales novedades en el ámbito de la supervisión a nivel internacional, que incluye un análisis pormenorizado de la nueva estructura de supervisión europea. (La sección "Referencias bibliográficas" al final de este Informe recoge los detalles bibliográficos de todas las publicaciones citadas en el mismo).

tuvo lugar en un contexto de baja inflación y crecimiento estable en las economías industrializadas y de un notable dinamismo económico en la mayoría de las áreas emergentes.

La actual crisis también es un tanto atípica en cuanto a la respuesta de los flujos internacionales de capital, que, al contrario que en crisis anteriores, durante ésta se han dirigido desde la periferia (economías emergentes y exportadoras de petróleo) hacia el epicentro (economías industrializadas). De hecho, como muestran los datos relativos a la balanza por cuenta corriente representados en el gráfico 2.1, a pesar de que las perspectivas de crecimiento a medio plazo son claramente mejores para las primeras, en términos generales, las segundas han retenido su capacidad de mantener déficits externos significativos a lo largo de esta crisis.

### Crecimiento de las economías emergentes y balanza por cuenta corriente por zona geográfica

GRÁFICO 2.1



Fuente: FMI.

La conjunción de las circunstancias anteriores, sin parangón con crisis precedentes, ha dado pie a varias hipótesis acerca de las causas de índole macrofinanciera de esta crisis, que coinciden en subrayar el papel central de varios desequilibrios acumulados durante la década que precedió a su estallido<sup>2</sup>. La dimensión más palpable de estos desequilibrios son las abultadas necesidades de financiación registradas a partir de los últimos años del siglo pasado por varias economías desarrolladas, principalmente, aunque no de manera exclusiva, la de EE.UU.<sup>3</sup>. Como ilustra el gráfico 2.1, los cuantiosos déficits por cuenta corriente de la economía estadounidense se han visto cubiertos, fundamentalmente, a través de un aumento paralelo de la capacidad de financiación de las economías emergentes y exportadoras de petróleo.

2. Véase, por ejemplo, Caballero et al. (2008a y 2008b), Blanchard y Milesi-Ferretti (2009), Obstfeld y Rogoff (2009), Caballero (2010) y Brender y Pisani (2010).

3. El saldo deficitario por cuenta corriente de EE.UU. en términos de su PIB alcanzó su máximo en la última década en 2006 (6%). Otros países, como Irlanda y España, también registraron durante esos años déficits externos importantes, alcanzando en 2007 el 5,3% y el 10% del PIB, respectivamente.



Como factores explicativos de este patrón en los flujos de ahorro mundial hay que destacar, en primer lugar, el extraordinario dinamismo de las economías emergentes, que desde finales del siglo pasado han crecido a tasas históricamente elevadas. En segundo lugar, el rápido crecimiento en la renta de estas economías, junto a otras que se han beneficiado de manera directa del aumento de los precios de las materias primas y del petróleo, ha venido acompañado, por lo general, de tasas de ahorro doméstico muy elevadas. Este último efecto ha terminado provocando un desplazamiento positivo y significativo en la curva de oferta de ahorro mundial<sup>4</sup>, con la consiguiente presión a la baja en los tipos de interés reales.

En un contexto de ahorro abundante y tipos de interés reducidos, algunos activos sufrieron episodios de rápida revalorización, seguidos de ajustes abruptos en sus precios. Éste fue el caso de la intensa apreciación de las cotizaciones bursátiles que experimentaron varios mercados a finales del siglo pasado y que terminó con la fuerte caída de las cotizaciones de las empresas tecnológicas iniciada en 2000. A este episodio de naturaleza especulativa siguió otro que afectó al mercado inmobiliario de varios países desarrollados, incluyendo EE.UU., Reino Unido, Australia, Francia, España e Irlanda, entre otros, y que trajo consigo tasas de crecimiento de los precios de la vivienda y del crédito al sector privado, especialmente del ligado a actividades inmobiliarias, históricamente elevadas. En este escenario, la súbita retirada de la confianza de los inversores en el segmento *subprime* del mercado hipotecario estadounidense desencadenó, en el verano de 2007, el preludio de la mayor crisis financiera mundial en tiempos recientes.

No obstante, a pesar de que la acumulación de los desequilibrios macrofinancieros descritos anteriormente pudo haber sido una causa necesaria de la crisis, probablemente, no fue un factor suficiente en el origen de la misma. De hecho, la fragilidad observada durante este episodio en algunos mercados financieros importantes, como los de titulización y los interbancarios, son el reflejo de un mal funcionamiento de los mecanismos de control y gestión del riesgo de crédito a nivel global. El análisis de los fallos en estos mecanismos constituye el objeto de la siguiente sección.

## **2.2 La naturaleza dual de la crisis (II): los fallos en la gestión del riesgo de crédito**

A partir del argumento desarrollado en la sección anterior, basado en el incremento del *volumen* de ahorro mundial en la década que precedió a la crisis, en esta sección se analizan los cambios en su *composición*, según el perfil de riesgo de los distintos instrumentos de ahorro. En relación a este último aspecto, se subraya el papel jugado por el desarrollo a gran escala de la titulización de activos y de los derivados de crédito como instrumentos clave de la gestión del riesgo de crédito a nivel agregado. Asimismo, se señalan los principales elementos de vulnerabilidad en la estructura global de gestión del riesgo de crédito puestos de manifiesto por la crisis.

### **2.2.1 Los desequilibrios globales y la demanda de activos seguros**

El hecho de que los países emergentes, que, generalmente, gozan de oportunidades de inversión doméstica con elevadas tasas de rendimiento, hayan actuado financiando

---

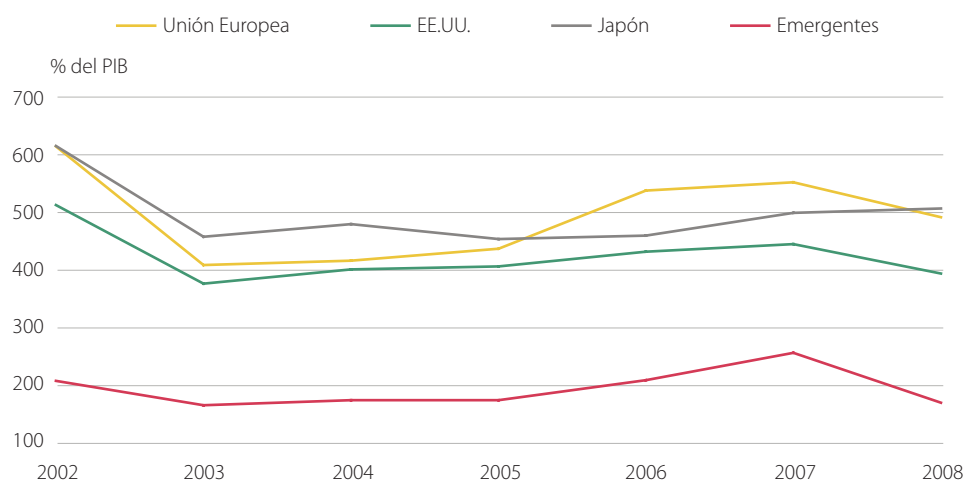
4. Bernanke (2005) fue uno de los primeros autores en incidir en el aumento del volumen de ahorro a nivel mundial.

los elevados déficits externos de EE.UU. y otras economías industrializadas es un síntoma claro del menor nivel de desarrollo de su marco institucional y, en particular, de su sector financiero. El gráfico 2.2, que compara el grado de profundización financiera (medido como el peso de los principales activos financieros en la economía) entre distintas áreas económicas, proporciona evidencia directa al respecto.

La desventaja comparativa de las economías emergentes en su capacidad de ofrecer instrumentos de ahorro ha sido especialmente intensa en el ámbito de los productos de ahorro con menor riesgo y mayor liquidez, lo que les ha llevado, en muchos casos, a acumular grandes volúmenes de activos emitidos en países desarrollados<sup>5</sup>. El gráfico 2.3 muestra el rápido crecimiento durante los últimos años del volumen mundial de reservas internacionales, que viene explicado, fundamentalmente, por las altas tasas de acumulación de las economías periféricas<sup>6</sup>. No obstante, el aumento en la demanda de activos de bajo riesgo no se ha limitado a estos países. De hecho, algunos factores presentes en muchas economías industrializadas, incluyendo el crecimiento de los fondos gestionados por compañías aseguradoras y fondos de pensiones, junto con la introducción de algunas normas prudenciales, también han terminado provocando un aumento en su demanda de activos más seguros<sup>7</sup>.

### Grado de profundidad financiera<sup>1</sup>

GRÁFICO 2.2



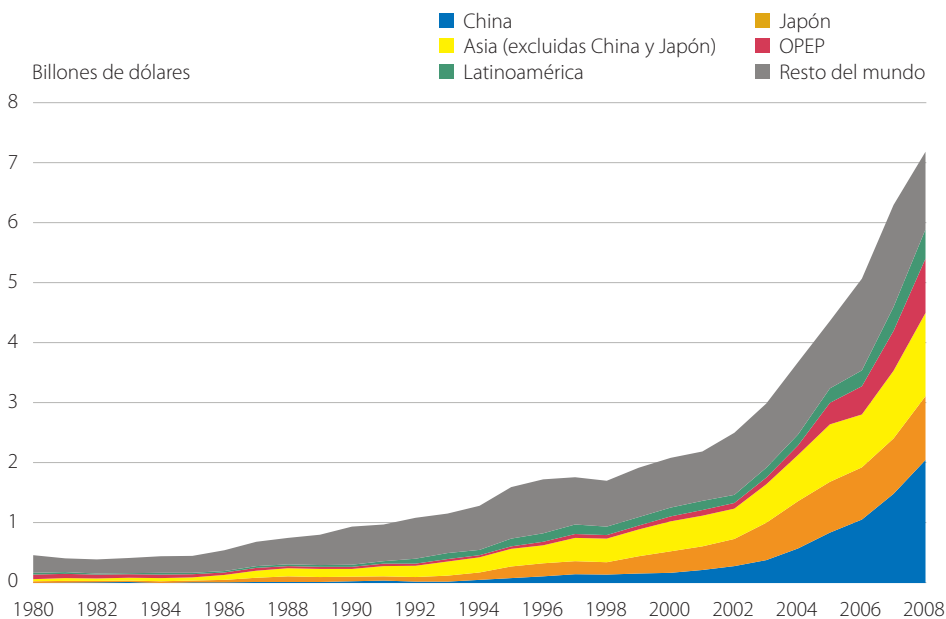
Fuente: FMI (*Global Financial Stability Report*). (1) Para cada país, dicho indicador agrega la capitalización de sus mercados bursátiles, el saldo vivo de su deuda pública y privada y los activos de sus bancos.

Estos cambios en la composición de la demanda mundial de activos financieros, hacia referencias más líquidas y seguras, son cruciales para entender algunos de los hechos más destacados en la esfera financiera global de los últimos años. Así, la presión sobre la oferta de este tipo de activos no tardó en trasladarse, primero, a sus precios, lo que indujo la caída en los tipos de interés, y, segundo, a los incentivos de la industria financiera para producir nuevos activos seguros, como se analiza a continuación.

5. Al margen de las dificultades propias de los sistemas financieros de las economías emergentes para producir activos líquidos y seguros, las experiencias pasadas de crisis cambiarias han podido inducir un aumento estructural en su demanda de activos extranjeros por un motivo de precaución. No obstante, las elevadas tasas de acumulación de reservas ilustradas en el gráfico 2.3 son difícilmente explicables en base a, únicamente, ese motivo, como argumentan Brender y Pisani (2010).
6. En cuanto a la composición de las reservas internacionales, según estimaciones de Brender y Pisani (2010), referidas a mediados de 2007, los bonos y activos monetarios representaban, respectivamente, el 76% y el 22% del total de reservas, frente al 2% correspondiente a valores de renta variable.
7. Para un análisis detallado de estos cambios en la composición de la demanda de instrumentos de ahorro, incluyendo varias pruebas adicionales al respecto, véase Caballero (2010).

## Reservas internacionales

GRÁFICO 2.3



Fuente: Thomson Reuters Datastream.

### 2.2.2 El aumento en la oferta mundial de activos financieros seguros

En un contexto de relativa escasez de instrumentos de ahorro considerados como seguros, la titulización de activos emergió como uno de los mecanismos más eficaces para generar nuevos activos de elevada calidad crediticia. Paralelamente, los derivados de crédito, y de forma singular, las permutas de cobertura por incumplimiento crediticio (*credit default swaps* - CDS), permitieron transferir elevados volúmenes de riesgo desde los tenedores de deuda hacia otros agentes especializados en la gestión de estos riesgos. De este modo, el enorme auge de estos dos tipos de productos financieros que tuvo lugar a partir de la segunda mitad de la década que comenzó en 1990 facilitó que la oferta de activos considerados seguros pudiese mantener el fuerte ritmo de crecimiento de su demanda.

En retrospectiva, la génesis y desarrollo de la actual crisis, así como una proporción importante de las respuestas dadas por las autoridades reguladoras de los mercados de valores, son difícilmente comprensibles sin aludir al papel jugado por estas innovaciones financieras. En el resto de esta sección se analizan, primero, los principales aspectos básicos de la titulización de activos y los CDS. El objetivo de este análisis es proporcionar una visión de conjunto en la que se subraya la estrecha conexión existente entre los fenómenos de índole macrofinanciera descritos y las vulnerabilidades de naturaleza microeconómica que subyacen detrás de los fallos de mercado y de regulación y supervisión evidenciados por la crisis, que se abordan posteriormente.

### La titulización de activos

Mediante la puesta en común (*pooling*) de un número elevado de créditos en un único fondo, la titulización permite reducir el riesgo específico asociado a cada crédito individual. Los tramos (*tranches*) de calidad crediticia superior (tramos *senior*) en que se suelen estructurar estos fondos recibían, con frecuencia, la máxima calificación crediticia por parte de las agencias de *rating* durante los años anteriores a la crisis<sup>8</sup>.

8. Para una descripción detallada de los diferentes tipos de emisiones de titulización, así como de su proceso de estructuración, véase Losada (2006).

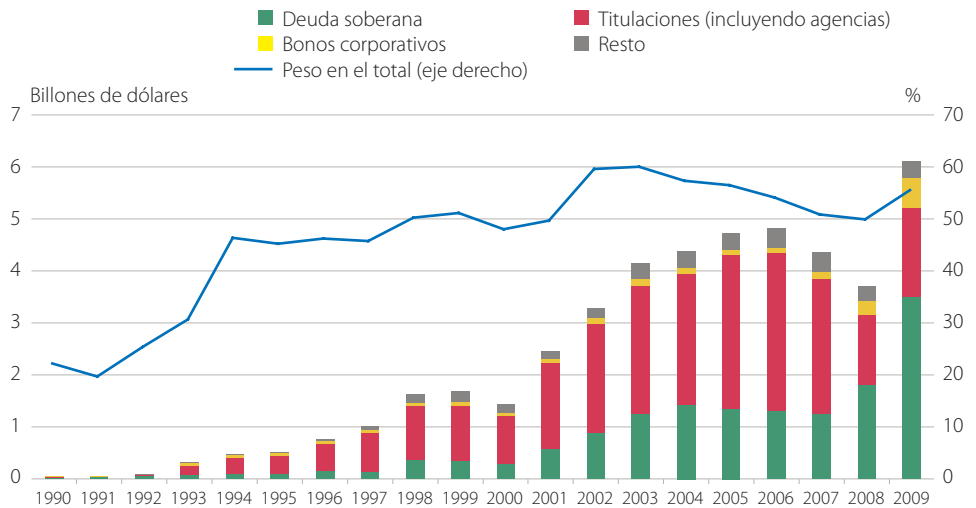
## Marco económico y financiero

Los mercados financieros a través de la crisis: retos e iniciativas para su recuperación

De este modo, la titulización constituyó un mecanismo especialmente útil para cerrar la brecha entre la creciente demanda de activos seguros y su oferta, que en sus modalidades tradicionales –fundamentalmente, deuda soberana y corporativa de elevada calidad crediticia– aparentaba tener un reducido potencial de crecimiento a finales del siglo pasado.

### Emisión bruta de renta fija AAA mundial<sup>1</sup>

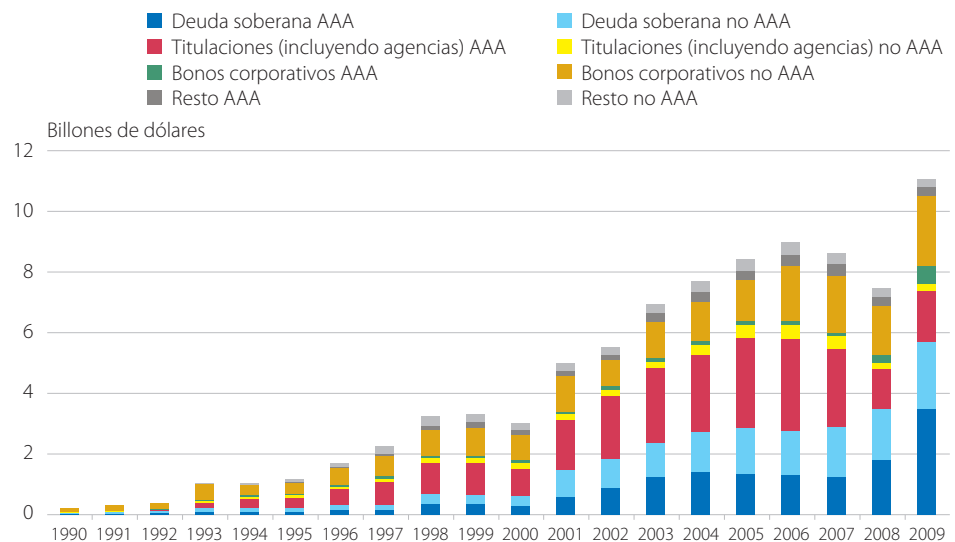
GRÁFICO 2.4



Fuente: Dealogic. (1) La categoría "resto" incluye cédulas hipotecarias, acciones preferentes y otros instrumentos de renta fija a largo plazo.

### Emisión bruta de renta fija mundial<sup>1</sup>

GRÁFICO 2.5



Fuente: Dealogic. (1) La categoría "resto" incluye cédulas hipotecarias, acciones preferentes y otros instrumentos de renta fija a largo plazo.

Los gráficos 4 y 5 ilustran los principales desarrollos, a nivel global, descritos en los párrafos anteriores. El gráfico 4, en primer lugar, muestra el extraordinario crecimiento, en términos relativos, de los activos con calificación de triple A, desde comienzos de la última década del siglo pasado hasta 2009. Así, entre 1990 y 2006, año que marca el máximo en la serie de emisiones brutas de titulaciones, los activos con la máxima calificación crediticia pasaron de suponer poco más del 20% del total de emisiones de renta fija calificadas a representar casi el

55% de las mismas. En segundo lugar, la contribución de los distintos activos considerados al crecimiento total de los activos con calificación triple A entre 1990 y 2006 pone de manifiesto la importancia de la titulización en la producción de activos considerados seguros. En concreto, durante ese periodo, las titulizaciones explican el 64% del crecimiento de la emisión bruta de los instrumentos de renta fija a largo plazo con la máxima calificación crediticia, frente al 27% atribuible al crecimiento de la deuda pública, el 2% a la deuda corporativa y el 8% a otros productos.

Por otro lado, el gráfico 5 pone de relieve el papel de la titulización como un instrumento con un elevado potencial para la creación de activos de alta calificación crediticia. Así, mientras que el porcentaje promedio, entre 1990 y 2006, de emisiones corporativas con triple A, en relación con las emisiones corporativas totales, era del 9%, esta proporción alcanzó el 48% para las emisiones soberanas, elevándose hasta el 75% en el caso de las titulizaciones.

### Los derivados de crédito

Junto a la titulización de activos, los derivados de crédito han constituido en los últimos años el otro gran pilar sobre el que se ha sustentado la transferencia de riesgo de crédito a gran escala. En su concepción más simple, el derivado de crédito más común (CDS) es un contrato de seguro contra el impago de un activo subyacente que representa un derecho de cobro frente a un tercero. Así, estos productos derivados permiten una separación entre la función de financiación, por un lado, y la de asunción y gestión de riesgos de impago, por el otro. Esta separación, convenientemente llevada a la práctica, tiene la virtud teórica de permitir una asignación más eficiente del riesgo, al ofrecer la posibilidad de que agentes con distintos perfiles de riesgo, horizontes temporales de planificación o información que los correspondientes a las entidades originadoras del crédito subyacente cubran riesgos para cuya asunción dispongan de alguna ventaja comparativa<sup>9</sup>.

El gráfico 2.6 muestra el rápido crecimiento en el saldo vivo nominal bruto de estos instrumentos<sup>10</sup>, especialmente durante el quinquenio que precedió a la crisis. Así, el saldo vivo de CDS pasó de representar únicamente el 2% del PIB mundial en 1999 a constituir el 105% a finales de 2007, cuando alcanzó su máximo histórico<sup>11</sup>.

De este modo, el desarrollo de los mercados de CDS contribuyó a reforzar la capacidad teórica del sistema financiero mundial para redistribuir el riesgo de algunos de los productos de renta fija más importantes, actuando por tanto en la misma dirección que lo hizo la titulización de activos. De hecho, a raíz de los graves problemas que afectaron durante el verano de 2008 a la aseguradora estadounidense AIG, salie-

9. Una encuesta reciente llevada a cabo por el Comité de Supervisión Bancaria del Eurosistema (Banco Central Europeo, 2009) reveló que para el 47% de los bancos de la Unión Europea, los CDS eran una herramienta 'importante' a la hora de protegerse contra el riesgo de impago en el momento de la concesión de créditos, mientras que para un 23% estos instrumentos eran 'muy importantes'. Para el subconjunto de los bancos europeos de mayor tamaño, los anteriores porcentajes ascendían, en ambos casos, hasta el 50%.

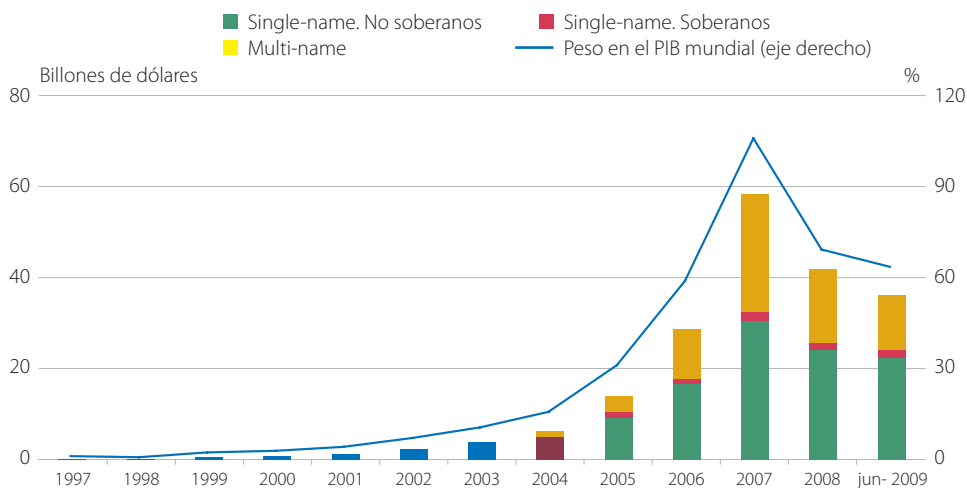
10. El valor nominal bruto de un CDS es la exposición máxima posible del vendedor de protección en caso de impago. El valor nominal neto (después de tener en cuenta la compensación de contratos) es mucho menor (cerca del 10% del saldo vivo bruto en el primer semestre de 2009).

11. Pese a su rápida expansión, el importe de los saldos nominales de CDS vivos a finales de junio de 2009 representaba únicamente el 6% del volumen total de derivados negociados en mercados OTC, en los que los contratos de *swaps* de tipos de interés representan algo más del 70% del total.

ron a la luz importantes volúmenes de contratos de CDS que esta institución mantenía abiertos, como oferente de cobertura, frente a tenedores de tramos de titulaciones<sup>12</sup>. Esto último sugiere que los dos mecanismos principales utilizados en los años anteriores a la crisis para transferir riesgos de crédito –titulaciones y CDS– se han empleado, con frecuencia, de forma conjunta.

### Saldo vivo nacional bruto de CDS<sup>1</sup>

GRÁFICO 2.6



Fuente: BIS y FMI. (1) *Single-name*: emisores concretos; *multi-name*: índices, cestas, etc. Hasta 2003 no se distingue entre CDS *single* y *multi-name*. Sólo a partir de 2005 se distingue entre CDS soberano y no soberano.

### 2.2.3 Los principales fallos en los mecanismos de transferencia de riesgos

La actual parálisis en la emisión de titulaciones es una muestra inequívoca de que la transferencia de riesgos a través de este mecanismo, tal y como se llevó a la práctica en sus años de mayor dinamismo, adolecía de importantes fallos<sup>13</sup>. Por otro lado, algunos episodios puntuales de elevado riesgo de incumplimiento por parte de oferentes de CDS han sembrado dudas acerca de la fiabilidad de estos derivados. En lo que resta de esta sección, se analizan los principales elementos de vulnerabilidad en torno a la titulización y a los CDS evidenciados a raíz de la crisis<sup>14</sup>.

#### Los fallos en el mecanismo de calificación de riesgos

En relación a la titulización, su elevada productividad aparente a la hora de generar mejoras crediticias netas se ha mostrado, en gran parte, efímera, por estar sustentada sobre varios elementos frágiles. Entre los mismos cabe destacar, por su función central en la certificación de la solvencia de los activos titulizados, el papel de las agencias de *rating*. En particular, las deficiencias en la metodología de valoración, el margen para la elección discrecional del calificador por parte de los originadores y

12. Véase Brunnermeier (2009) y Stulz (2010).

13. El gráfico 2.4 muestra una aparente robustez de la actividad emisora de titulaciones durante las fases más agudas de la crisis. No obstante, esta situación se debe a que las instituciones originadoras están utilizando estos activos para obtener financiación a través de los mecanismos, ordinarios y extraordinarios, según las diferentes jurisdicciones, puestos a su disposición por algunos bancos centrales (véase FMI 2009, cap. 1).

14. Restoy (2008) proporciona uno de los primeros diagnósticos de las deficiencias del sistema financiero mundial en el contexto de la actual crisis.

los conflictos de intereses dentro de las propias agencias se han revelado como elementos determinantes de la aparente sobreestimación generalizada de los *ratings* de estos productos durante el último ciclo expansivo<sup>15</sup>.

En relación a la fiabilidad de las técnicas de valoración de las agencias de *rating*, se ha demostrado que la escasez de registros históricos acerca del rendimiento de las titulaciones y, en particular, la práctica ausencia de periodos recesivos en estos registros, dificultaron la correcta calibración de los modelos de valoración, sesgando al alza las calificaciones. A su vez, los efectos de estos errores podrían haberse visto amplificados como consecuencia del creciente grado de complejidad alcanzado por algunos tipos de titulaciones, especialmente en los últimos años<sup>16</sup>. Por otro lado, el hecho de que las instituciones originadoras decidan autónomamente qué agencia de *rating* y, por consiguiente, qué valoración aceptan para sus productos, ha alimentado estrategias de selección estratégica (*cherry picking*)<sup>17</sup>.

Los conflictos de intereses dentro de las propias agencias han sido identificados también como un posible factor de sesgo en los *ratings* de las titulaciones<sup>18</sup>. El hecho de que los ingresos percibidos por las calificaciones de estos productos llegasen a representar el 40 o el 50% de los ingresos totales de algunas de estas agencias (según estimaciones de CESR, 2008) da una idea de la intensidad que han podido alcanzar en la práctica estos problemas de incentivos.

Los problemas anteriores en el funcionamiento de las agencias de *rating* se han podido ver amplificados por un defecto en la diligencia debida (*due diligence*) por parte de algunos inversores. En este sentido, es preciso subrayar que los *ratings* no son utilizados únicamente por su contenido informativo referido al riesgo del producto en cuestión, sino que también son empleados con frecuencia con fines de certificación y regulación. Así, por un lado, las calificaciones dadas por las agencias de *rating* son utilizadas de forma prácticamente automática por algunos inversores institucionales para restringir el tipo de activos que pueden formar parte de sus carteras. De hecho, en ocasiones, estas restricciones tienen un origen regulatorio<sup>19</sup>. Por otro lado, la propia regulación prudencial ha podido contribuir a reducir el grado de diligencia observado por los inversores. Este es el caso del marco de capital bancario de Basilea II, acordado en 2004, que, bajo su enfoque estandarizado de evaluación de riesgos, permite a las entidades bancarias utilizar calificaciones crediticias externas para sus activos con el fin de determinar sus necesidades de capital

15. Véase, por ejemplo, Bolton, Freixas y Shapiro (2009), Ashcraft, Goldsmith-Pinkham y Vickrey (2009) y Losada (2009).

16. El vínculo entre el grado de complejidad de las estructuras de titulación y la importancia cuantitativa de los errores en la calibración de los parámetros en los modelos de *rating* ha sido analizado por Coval, Jurek y Stafford (2009), que demuestran cómo el tamaño del sesgo en la calificación aumenta a una tasa creciente a medida que la estructura de titulación se hace más compleja. Precisamente, como subrayan estos autores, el peso de los CDO (*collateralized debt obligations*) que incluían en su estructura otros activos titulados en el valor nominal total de las titulaciones en EE.UU. aumentó desde un 2,6% en 1998 hasta el 55% en 2006, lo que proporciona una idea del aumento progresivo del grado de complejidad de estos productos.

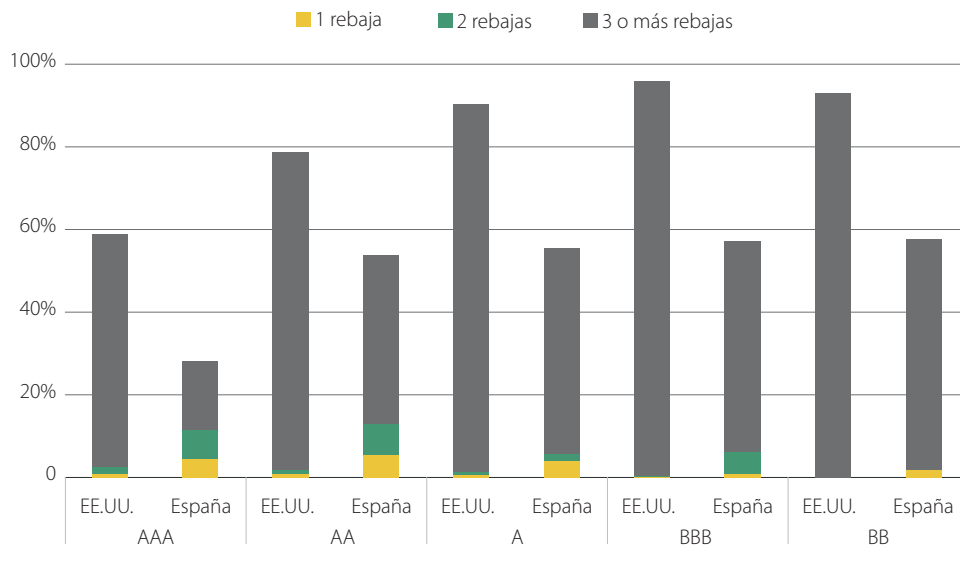
17. En un estudio reciente, Becker y Milbourn (2009) documentan cómo un incremento en la competencia entre agencias de *rating*, que ellos achacan a estrategias de *cherry picking* por parte de los emisores, tiende a aumentar de manera significativa el nivel medio de las calificaciones. Skreta y Veldkamp (2009) encuentran resultados similares a éstos y, además, proporcionan evidencia que muestra cómo el aumento en las calificaciones inducido por estrategias de *cherry picking* se magnifica a medida que los productos se hacen más complejos.

18. Véase, por ejemplo, FMI (2009, cap. 2).

19. Villanueva (2009) ofrece pruebas del uso de *ratings* por motivos regulatorios en el contexto de los fondos de inversión monetarios.

regulatorio. De este modo, al ligar directamente el coste del activo, en términos de mantenimiento de capital regulatorio, con su *rating*, los incentivos para una supervisión directa de la calidad real de los activos por parte de las instituciones inversoras se pueden debilitar<sup>20</sup>.

### Rebajas de bonos de titulización hipotecarios por *rating* de emisión<sup>1</sup> GRÁFICO 2.7



Fuente: Standard and Poor's y CNMV. (1) Porcentaje de los mismos que han experimentado 1, 2 y 3 o más rebajas en su calificación crediticia tras su emisión, en el primer trimestre de 2005, hasta el tercer trimestre de 2007. En cada categoría del eje horizontal se incluyen los signos + y - que acompañan a los *ratings* (por ejemplo, AA incluye AA+, AA y AA-).

Los factores señalados anteriormente han contribuido, de forma general, a convertir a los *ratings* de las titulaciones en estimaciones sesgadas de su verdadero riesgo. El resultado más visible de este último efecto es el colapso generalizado en los *ratings* de muchos de estos productos que se produjo a partir de la crisis de las hipotecas *subprime* en 2007, como ilustra el gráfico 2.7 para el caso de EE.UU. y España.

### Fallos en los mecanismos de aseguramiento del riesgo de crédito

El crecimiento exponencial en el volumen de CDS hasta el año 2007 tampoco ha estado exento de riesgos importantes. En algunos episodios puntuales de la crisis, como la quiebra de Lehman Brothers o los graves problemas sufridos por AIG, sólo la intervención del Gobierno de EE.UU. evitó un posible colapso de las redes contractuales tejidas alrededor de estos productos. No obstante, una vez superados los momentos más críticos, y a diferencia de lo sucedido en los mercados de titulización, la actividad emisora y negociadora de CDS ha continuado con relativa normalidad.

Con carácter general, el riesgo que se ha hecho palpable a lo largo de la crisis con más intensidad en relación a los CDS es el de contraparte; esto es, la posibilidad de que el oferente de protección no cumpla con los términos acordados si se produce el fallido. Este tipo de riesgo puede presentar, a modo ilustrativo, dos grados diferentes de intensidad, que se tratan a continuación.

20. Sy (2009) analiza en detalle otros canales a través de los cuales el uso de los *ratings* con fines regulatorios puede dar lugar a una relajación en la diligencia debida por parte de los inversores.



En primer lugar, existe un riesgo de contraparte, conceptualmente similar a la insolvencia, que estaría ejemplificado por el caso de AIG. En 2008, esta entidad se mostró incapaz de hacer frente al monto total de riesgos asumidos mediante la venta de CDS, muchos de los cuales tenían como subyacentes productos estructurados complejos, como CDO. Así, a finales de septiembre de ese año, AIG había vendido CDS por un valor neto superior a 370 mil millones de dólares<sup>21</sup>, para los que apenas había movilizado garantías. Sin embargo, al ver reducido súbitamente su *rating*<sup>22</sup>, las contrapartes de AIG solicitaron la aportación de garantías adicionales. La incapacidad de esta compañía para movilizar los recursos necesarios actuó como detonante de su colapso.

En segundo lugar, el riesgo de contraparte en contratos de CDS puede manifestarse como un problema transitorio de liquidez, que se correspondería con la situación que provocó la caída de Lehman. Este banco figuraba entre las entidades de contrapartida de CDS más activas en el escenario internacional, y proveía de liquidez a múltiples contrapartes. Sin embargo, a diferencia de AIG, Lehman actuaba, sobre todo, como *dealer* y no como proveedor neto de aseguramiento, manteniendo posiciones abiertas netas mucho más modestas que en el caso de AIG y mejor garantizadas<sup>23</sup>. Aún así, el hecho de que muchas contrapartes seguían la práctica de compensar posiciones de signo opuesto con Lehman mediante la realización de nuevos contratos, y no a través de la cancelación de las posiciones preexistentes, contribuyó durante años a aumentar el *stock* de estos contratos ligados a este banco de inversión. Finalmente, aunque la liquidación del elevado volumen de estos contratos tras la quiebra de Lehman fue razonablemente eficiente<sup>24</sup>, este episodio puso de manifiesto el alcance potencial de este tipo de riesgo.

El riesgo de contrapartida, a su vez, puede verse amplificado en el caso de los CDS por dos factores presentes en estos mercados. Por un lado, el hecho de que la inmensa mayoría de las transacciones con CDS se realizan a través de acuerdos bilaterales (OTC), con un número relativamente reducido de entidades actuando como *dealers*<sup>25</sup>, ha dado lugar a complejas redes contractuales que han disparado el riesgo de contagio a nivel global. Por otro lado, la falta de post-transparencia de estos activos ha dificultado tanto a los participantes en el mercado como a los supervisores conocer el monto global del riesgo acumulado en estos activos, así como su distribución.

Por último, cabe señalar el riesgo operacional asociado al funcionamiento de los mercados de CDS. En general, las infraestructuras utilizadas en el procesamiento de las transacciones y la gestión de los riesgos asociados a estos mercados no han podido mantener un ritmo de desarrollo proporcional al elevado dinamismo de los volúmenes de negociación. De este modo, a pesar de las mejoras registradas recientemente en este ámbito, que, entre otros avances, han permitido que el 90% de las transacciones se confirmen electrónicamente (frente a un 75% en 2004)<sup>26</sup>, todavía

21. Véase Banco Central Europeo (2009).

22. Standard & Poor's redujo la calificación de la deuda de AIG en tres escalones en una sola revisión, el 15 de septiembre de 2008.

23. Véase Stulz (2010) para un análisis más detallado de las diferencias y similitudes entre los casos de Lehman y AIG.

24. Según la información recopilada por el BCE (2009), de los 6.000 millones de dólares en posiciones netas en CDS mantenidas por Lehman en el momento de su quiebra, 5.200 millones fueron liquidados por las distintas contrapartes al precio fijado en la subasta que tuvo lugar el 10 de octubre de ese mismo año.

25. De acuerdo con los datos de la Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC), en abril de 2009 los cinco mayores oferentes mundiales de CDS concentraban el 49% de la oferta total de estos instrumentos, y los diez mayores oferentes representaban el 72% de la misma.

26. Véase Kiff et al. (2009).

existen problemas relacionados con la dificultad en la verificación y retrasos en las confirmaciones de los contratos que aumentan el riesgo de contraparte.

### La infravaloración del riesgo sistémico

La *intensidad* del daño causado en el plano económico y financiero y la rapidez con que éste se ha propagado ponen de relieve la existencia de un elevado nivel de riesgo sistémico al comienzo de la actual crisis; esto es, la robustez del sistema financiero global ante fallos puntuales en alguna de sus partes habría ido disminuyendo a medida que el sistema canalizaba y distribuía volúmenes crecientes de riesgo.

En el caso de las titulizaciones de préstamos con garantías inmobiliarias, que tanto en EE.UU. como en Europa representan más del 60% del volumen total de titulizaciones<sup>27</sup>, la infravaloración generalizada del riesgo agregado, en retrospectiva, resulta incuestionable. De hecho, las elevadas correlaciones en el rendimiento de los préstamos individuales mostradas por muchos fondos de titulización durante la crisis evidencian dos tipos de problemas relativos a la estructuración y certificación de su calidad crediticia. Primero, que los criterios de diversificación de los activos titulizados no siempre fueron correctos<sup>28</sup> y, segundo, que incluso una correcta diversificación de este tipo de préstamos resulta poco eficaz para contener el riesgo que provocan factores comunes, de naturaleza macroeconómica, como la evolución de los tipos de interés, los precios de la vivienda o el empleo. Otro factor de primer orden a incluir en esta lista es el relativo al elevado riesgo de liquidez en que muchas entidades originadoras o *sponsors* de titulizaciones incurrieron al financiar activos con vencimiento a largo plazo recurriendo a mercados, como los monetarios, con vencimientos a muy corto plazo.

La materialización de los riesgos de alcance agregado asociados a las titulizaciones, a su vez, dio lugar a un aumento en el riesgo sistémico percibido en los mercados de CDS, debido a que una parte importante de las fuertes caídas en los valores de muchas titulizaciones afectó negativamente a la situación financiera de algunas de las principales entidades que actuaban como *dealers* o como oferentes de cobertura neta. Esto último provocó un aumento del riesgo de contraparte en el mercado de CDS.

Asimismo, es preciso señalar que el periodo de fuerte crecimiento de las titulizaciones constituidas con préstamos hipotecarios condujo a un cambio radical en la distribución de las tenencias de estos activos, con consecuencias para la estabilidad de todo el sistema financiero. En concreto, dentro de la principal jurisdicción emisora de este tipo de activos, EE.UU., la proporción de créditos hipotecarios en manos del sistema bancario pasó de representar el 80% en 1980 a suponer únicamente el 33% en 2007, dando paso a varios tipos de instituciones no bancarias (fundamentalmente, vehículos de titulización y agencias hipotecarias con apoyo estatal, como Freddie Mac y Fannie Mae) como los principales tenedores de crédito hipotecario a través de sus fondos de titulización (véase el gráfico 2.8). De este modo, una parte creciente del riesgo hipotecario fue distribuido por agentes e instituciones cuya regulación y supervisión, en algunos casos, no han mantenido en los últimos años un ritmo en su desarrollo tan intenso como el registrado por la propia

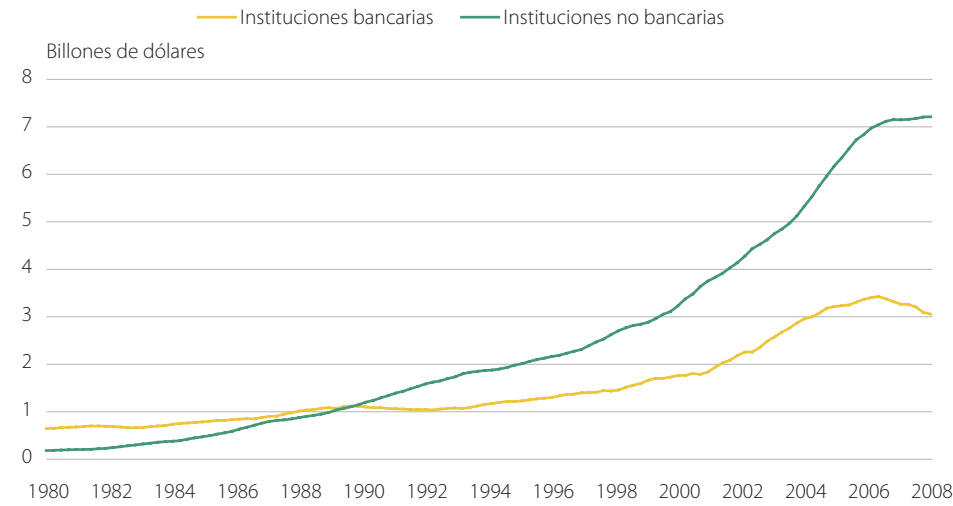
27. Según datos de AFME (Association for Financial Markets in Europe), el porcentaje del saldo vivo de titulizaciones hipotecarias residenciales sobre el total de titulizaciones a finales de 2008 era del 71% para España, del 62% para Europa y del 64% para EE.UU.

28. Coval et al. (2009) argumentan que las deficiencias en los criterios de diversificación en EE.UU. fueron especialmente acusadas en las titulizaciones de hipotecas *subprime*, en las que, con frecuencia, se incluían préstamos procedentes del mismo área geográfica y añadidas similares.

industria, dando lugar a zonas opacas dentro del sistema financiero (*shadow banking system*). Así, la generalización en algunas jurisdicciones, especialmente las anglosajonas, del llamado modelo “originar para distribuir” (*originate-to-distribute*) ha podido contribuir, también, a relajar los incentivos individuales para una correcta identificación y valoración de los riesgos asumidos por las entidades financieras.

**Marco económico y financiero**  
Los mercados financieros a través de la crisis: retos e iniciativas para su recuperación

### Saldo vivo del crédito hipotecario residencial en EE.UU. por sector<sup>1</sup> GRÁFICO 2.8



Fuente: Reserva Federal (*Flow of Funds*). (1) Las instituciones bancarias corresponden a bancos comerciales (*commercial banks*) y otras instituciones de ahorro (*savings institutions* y *credit unions*). Las instituciones no bancarias comprenden agencias hipotecarias con apoyo estatal y vehículos de titulización (*government-sponsored enterprises*, *agency- and GSE-backed mortgage pools* y *asset-backed securities issuers*).

En relación con esta última observación, cabe subrayar que los incentivos individuales en el sector financiero se han visto fuertemente influenciados, en muchos casos, por sistemas de retribución de los directivos del sector ligados excesivamente a objetivos de corto plazo. Así, no es descartable que la brecha entre el volumen de riesgo que es óptimo asumir desde el punto de vista individual y la capacidad de gestión fiable de ese riesgo por parte del sistema en su conjunto haya aumentado considerablemente en los últimos años, al albur de prácticas remuneratorias poco sensibles a la creación sostenible de valor.

### 2.3 Principales iniciativas regulatorias en los mercados de valores

En esta sección se describen las iniciativas de mayor relevancia planteadas recientemente en el ámbito de la regulación de los mercados de valores, con especial énfasis en aquéllas más trascendentes para los mercados españoles. Algunas de las iniciativas que se presentan en los epígrafes siguientes están directamente encaminadas a mejorar el funcionamiento de los mecanismos de transferencia de riesgo de crédito, incluyendo varias medidas para la reactivación de las titulizaciones, la mejora en el funcionamiento de los mercados de derivados y la subsanación de los problemas detectados en el ámbito de las agencias de *rating*. Otras persiguen reforzar algunos elementos claves para lograr un funcionamiento más transparente y estable del sistema financiero, entre las que se incluyen varias propuestas recientes en materia de esquemas de remuneración de directivos, extensión del perímetro regulatorio a *hedge funds* y vehículos de *private equity*, contabilidad y elaboración y presentación de información financiera, y operativa de la venta en corto de acciones. Finalmente,

en el último apartado de esta sección, se describen algunas iniciativas recientes en materia de formación de los inversores.

### 2.3.1 Titulizaciones

Dada la relevancia adquirida por las titulizaciones como vía de financiación y redistribución del riesgo de crédito durante el último ciclo expansivo, es difícil imaginar una normalización plena del sistema financiero que no conlleve una recuperación de los mercados de titulización. El reto al que se enfrentan tanto los reguladores como la propia industria en estos momentos es cómo lograr una recuperación sostenible que, por un lado, evite los errores del pasado y, por otro, permita explotar las ventajas de esta práctica financiera para que pueda mantenerse como una opción de financiación económicamente viable.

La mayor parte de las propuestas formuladas hasta la fecha pueden agruparse en torno a cuatro líneas de acción, que persiguen mejoras en: i) los sistemas de incentivos presentes en las estructuras de titulización; ii) su transparencia, simplificación y estandarización; iii) el funcionamiento de los mercados secundarios; y iv) el comportamiento de las agencias de *rating* en la valoración de las titulizaciones. A continuación se detallan las principales novedades respecto a las tres primeras líneas mencionadas, mientras que la última línea es abordada en el contexto más general de las iniciativas para la regulación de las agencias de *rating*, que es el objeto del epígrafe 2.4.3<sup>29</sup>.

#### Mejoras en los sistemas de incentivos en las cadenas de titulización

Entre los conflictos de intereses que pueden darse entre las diferentes contrapartes<sup>30</sup>, uno especialmente relevante es el de la posible falta de incentivos por parte de la entidad originadora para controlar con la suficiente diligencia la calidad crediticia de los activos titulizados. Con el fin de promover un mayor grado de sintonía entre los intereses de originadores e inversores, recientemente se han aportado, desde distintos ámbitos, iniciativas para imponer requerimientos mínimos obligatorios de retención de los activos titulizados.

Así, el G-20, en su cumbre de septiembre de 2009, en Pittsburgh, estableció la necesidad de que los originadores o *sponsors* retengan una parte del riesgo de sus titulizaciones, aunque no proporcionó ninguna referencia cuantitativa. En la Unión Europea, en mayo de 2009 se aprobó una enmienda a la Directiva de Requisitos de Capital (artículo 122a) que prohíbe a las instituciones de crédito de la UE invertir en titulizaciones en las que el originador retenga menos de un 5% del interés económico neto de los activos titulizados, sin que el originador pueda recurrir a ningún mecanismo de cobertura del riesgo de crédito en los tramos retenidos. Está previsto que esta norma entre en vigor a partir de 2011. Por su parte, el Gobierno de EE.UU. lanzó en 2009, en el marco de su propuesta general de reforma financiera, una propuesta que avanza en la misma dirección que la europea, al incluir también una retención mínima del 5%<sup>31</sup>.

29. El Boletín de la CNMV correspondiente al primer trimestre de 2010 (capítulo 1) contiene una descripción más exhaustiva de las propuestas que se presentan en este apartado.

30. Ashcraft y Schuermann (2008) estudian en detalle y proporcionan alguna evidencia sobre un buen número de posibles conflictos de intereses entre los distintos participantes.

31. Véase Departamento del Tesoro de EE.UU. (2009). En marzo de 2010, la SEC ha emitido para consulta pública un documento que contiene una propuesta de retención de al menos el 5% de los activos a titularizar (véase SEC, 2010).

## Hacia una mayor transparencia, simplificación y estandarización

La complejidad y falta de transparencia, que en muchos casos han caracterizado a las titulaciones, han sido factores clave en la súbita retirada de la confianza de los inversores en estos productos. Por ello, su recuperación requerirá necesariamente de un mayor grado de transparencia, simplicidad y estandarización. En esta dirección, se han planteado recientemente varias iniciativas, como las que se describen a continuación.

IOSCO ha publicado en fechas recientes una lista exhaustiva con varios principios en materia de desgloses de información sobre titulaciones (véase IOSCO, 2010b). Las recomendaciones de IOSCO van dirigidas a mejorar la transparencia en relación a los siguientes aspectos: identidad, situación legal, funciones y responsabilidades de las distintas contrapartes, así como posibles vínculos entre ellas; experiencia del originador y administrador de los activos en operaciones de titulación; composición y características de los activos titulizados y rendimiento individualizado; grado de concentración de riesgos en relación a los deudores finales; estructura de la transacción, desgloses de los flujos de fondos, comisiones y gastos, cláusulas y procesos de revocación y terminación del contrato; mejoras crediticias sobre el fondo; utilización de derivados para alterar el flujo de fondos; tipología de mercados en los que se pretende comercializar el fondo y aspectos fiscales relevantes.

Con el objetivo de penalizar las estructuras de titulación más complejas, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) ha endurecido los requisitos exigidos a las re-titulaciones en el contexto de la revisión del nuevo marco de capital de Basilea II (véase BCBS, 2009). Así, el marco revisado incorporará una nueva escala de ponderaciones creada ad hoc para estos productos que, en algún caso, conlleva un aumento de las mismas superior al 100%. Además, a partir de esta revisión, todas las líneas de apoyo de liquidez a activos titulizados, con independencia de su vencimiento, pasarán a tener un factor de conversión de crédito del 50% (hasta ahora, el factor de conversión de las líneas con vencimiento inferior a un año era sólo del 20%). Finalmente, el BCBS ha introducido nuevos requisitos de transparencia más estrictos en relación a las titulaciones mantenidas en el libro de negociación (*trading book*), los términos del patrocinio o sponsorización de elementos fuera del balance y la metodología utilizada en la valoración de los productos estructurados en el balance, entre otros. Está previsto que las novedades anteriores se hagan efectivas a partir de 2011.

Por su parte, el Banco Central Europeo elaboró a finales de 2009 una propuesta para establecer una estructura de recogida y mantenimiento de información detallada de los préstamos incluidos en los fondos de titulación, con vistas a revisar los requisitos informativos exigidos a las titulaciones en el marco del sistema de garantías del Eurosistema (véase BCE, 2009b). Con un objetivo similar, el Banco de Inglaterra ha emitido en marzo de 2010 una propuesta para incrementar la transparencia de las titulaciones admitidas en sus operaciones de descuento (véase Banco de Inglaterra, 2010).

En el ámbito de las autoridades supervisoras nacionales, la CNMV ha sido pionera en la puesta en marcha de una regulación específica dirigida a incrementar los requisitos de información pública periódica de los fondos de titulación. Así, en aplicación de su 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 titulación, la CNMV recibe, desde comienzos de 2010, los

## Marco económico y financiero

Los mercados financieros a través de la crisis: retos e iniciativas para su recuperación

estados públicos y reservados de los fondos de titulización emitidos en España<sup>32</sup>. En esta misma línea, la SEC (2010) ha propuesto recientemente el establecimiento de requisitos de desglose de información sobre cada préstamo que compone la cartera de activos titulizados.

Asimismo, la propia industria ha planteado varias iniciativas dirigidas a incrementar la transparencia y estandarización de algunos elementos clave de las titulizaciones. Este es el caso, por ejemplo, del decálogo de propuestas englobadas bajo la denominada Global Joint Initiative to Restore Confidence in the Securitization Markets (2008)<sup>33</sup>, que contiene medidas para la mejora de diversos aspectos como la estandarización en la definición y el funcionamiento de las mejoras crediticias, el establecimiento de pautas relativas a las prácticas de diligencia debida, la mejora en las prácticas de valoración y auditoría por parte de terceros, etc. La iniciativa de la industria que se encuentra en un estado de implementación más avanzado es la formulada por el American Securitization Forum de EE.UU., que en 2008 ya puso en marcha el proyecto RESTART (Residential Securitization Transparency and Reporting) dirigido a incrementar los requisitos informativos relativos a las titulizaciones hipotecarias.

### Propuestas para mejorar los mercados secundarios de titulizaciones

Con el objetivo de reforzar la confianza de los partícipes en los mercados secundarios de titulizaciones, recientemente se han planteado varias iniciativas en el ámbito internacional dirigidas a establecer regímenes obligatorios de post-transparencia (esto es, requisitos de información pública acerca de volúmenes y precios negociados).

En este sentido, IOSCO (2009a) subraya que la situación actual de iliquidez en los mercados de titulización de todo el mundo evidencia la falta de información precisa para la correcta valoración de los productos estructurados<sup>34</sup>. A partir de una consulta a la industria, IOSCO ha analizado los principales beneficios e inconvenientes de un régimen obligatorio de post-transparencia. Entre los primeros, destaca la reducción en las asimetrías de información, las ganancias de eficiencia en la formación de precios y la provisión de información útil para los inversores a la hora de valorar sus carteras. Entre los posibles inconvenientes, se señala que la complejidad, la falta de homogeneidad y la naturaleza ilíquida de algunas titulizaciones podrían reducir la comparabilidad de sus precios. En la misma línea, CESR (2009a) ha recomendado recientemente la implementación, de forma escalonada, de un régimen de post-transparencia armonizado a nivel europeo para los instrumentos de titulización que se consideren más homogéneos<sup>35</sup>.

#### 2.3.2 Infraestructuras de los mercados de derivados de crédito

A pesar de que los fallos en la estructura de negociación de algunos mercados importantes evidenciados por la crisis no han sido una causa directa de la misma,

32. Véase Manso, de Anta y Montero (2010) para un análisis detallado de las principales novedades introducidas por esta Circular.

33. Esta es una iniciativa conjunta del American Securitization Forum (ASF), la Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), el Australian Securitisation Forum (AuSF) y el European Securitisation Forum (ESF).

34. Restoy y Rodríguez (2010) abordan el tema, más general, de la insuficiencia de requisitos de transparencia en muchos mercados financieros en el marco de la Unión Europea.

35. Losada (2010) proporciona un marco teórico del mercado de titulizaciones en el que se muestra cómo un mayor grado de post-transparencia y de competencia entre *dealers* proporciona un mayor nivel de bienestar social.



éstos han contribuido a su rápida propagación y, en algunos casos, pueden plantear obstáculos serios en la fase de recuperación. Uno de los aspectos que más interés ha despertado en este ámbito por parte tanto de los distintos organismos con responsabilidades regulatorias como de la propia industria es el de la negociación de productos derivados en mercados OTC y, de forma singular, los CDS. Como respuesta a este interés se han planteado, a lo largo del pasado año, varias propuestas en esta área, con objetivos que pueden agruparse en torno a los tres ejes siguientes: i) reducción del riesgo de contraparte; ii) aumento de la transparencia; y iii) mejoras operativas e incremento en el grado de estandarización.

### **Reducción del riesgo de contraparte**

El G-20, en su cumbre de Pittsburgh, en septiembre de 2009, propuso la negociación obligatoria de todos los contratos OTC de derivados estandarizados en mercados organizados o plataformas electrónicas de negociación, así como su liquidación a través de cámaras de contrapartida central (CCP), para lo que se ha fijado como plazo límite finales de 2012. Adicionalmente, para aquellos contratos que no puedan liquidarse en CCP, se propone el establecimiento de mayores requisitos de capital a las entidades intervinientes.

En octubre de 2009, la Comisión Europea hizo públicas sus propuestas de modificación normativa en este terreno, con el objetivo de llevarlas a efecto a lo largo de 2010 (véase CE, 2009c). En concreto, las propuestas europeas, en línea con lo dispuesto por el G-20, incluyen la obligatoriedad de liquidación de los contratos OTC con mayor estandarización en CCP y el incremento en los requisitos de capital para aquellas posiciones que se liquiden al margen de una CCP, para lo cual se contempla una posible modificación de la Directiva de Requisitos de Capital. En la modificación de esta Directiva se incluiría, además, la obligación para las contrapartes de contratos OTC que no se liquiden en CCP de constituir garantías iniciales, actualizándolas en función de las condiciones del mercado. Asimismo, la CE ha propuesto el establecimiento de un sistema de autorización y supervisión de CCP, en el que la futura Autoridad Supervisora Europea de Valores (ESMA, por sus siglas en inglés) asumirá la responsabilidad de autorizar la operativa, a nivel europeo, de las distintas CCP, y compartirá con las autoridades nacionales el mandato de su supervisión.

En Estados Unidos, la propuesta general de reforma financiera del Departamento del Tesoro (2009) también recoge medidas concretas que incorporan las recomendaciones del G-20, incluyendo, como aspecto novedoso, la necesidad de efectuar una supervisión prudencial específica de los intermediarios y compañías cuya actividad suponga posiciones de riesgo significativas para sus contrapartes<sup>36</sup>.

### **Aumento de la transparencia**

La falta de información transparente y puntual acerca de los volúmenes de contratos de CDS, como se ha subrayado anteriormente, impidió, desde las etapas más tempranas de la crisis, conocer cuál era el volumen de riesgo presente en estos mercados y su distribución entre los distintos participantes.

36. En línea con las iniciativas regulatorias descritas aquí, varios trabajos recientes, como los de Cecchetti et al. (2009), González Pueyo (2009) y Duffie et al. (2010), han subrayado la potencial reducción del riesgo de contraparte que podría suponer la liquidación centralizada de los CDS en una CCP bien diseñada y adecuadamente capitalizada.

La Comisión Europea, en su comunicación de octubre de 2009 (CE, 2009c), también planteó varias propuestas para aumentar la transparencia de los mercados OTC mediante el establecimiento de depositarios de operaciones (*trade depositories*), al estilo de la Depositary Trust & Clearing Corporation (DTCC) de EE.UU., e impulsar la negociación de los contratos estandarizados en mercados regulados. Al mismo tiempo, la CE anticipó que propondrá una regulación específica para los depositarios de operaciones. Esta nueva regulación incluirá requisitos de autorización y de acceso y difusión de información, así como obligaciones de comunicación a las distintas partes contratantes relativas a sus operaciones. Estas propuestas serán consideradas para su eventual incorporación a la MiFID en el marco de su actual proceso de revisión.

La propuesta del Gobierno de EE.UU. en este ámbito indica la necesidad de modificar la legislación relativa a los mercados de futuros sobre materias primas y de valores para autorizar a la Comisión del Mercado de Futuros sobre Materias Primas (CFTC, por sus siglas en inglés) y a la SEC a imponer requisitos de desglose y registro de información sobre todas las transacciones OTC de derivados.

### Mejoras operativas y estandarización de los contratos de CDS

Las iniciativas anteriores, dirigidas a mitigar el riesgo de contraparte y aumentar la transparencia, junto con la capacidad conjunta de la industria y los reguladores para alcanzar mayores niveles de estandarización, deberían dar como resultado una reducción en el riesgo operativo presente en los mercados OTC. Con este objetivo, la Comisión Europea (2009c) está evaluando la posibilidad de modificar el tratamiento del riesgo operativo dado en la Directiva de Requisitos de Capital para promover la estandarización de los contratos en los mercados OTC y su confirmación electrónica. Esta medida reduciría los riesgos operativos del mercado, al producirse la confirmación y registro de las operaciones en tiempo real<sup>37</sup>.

En el terreno de las iniciativas de la propia industria, destacan dos protocolos con modificaciones en las convenciones de los contratos CDS introducidos recientemente por la International Swaps and Derivatives Association (ISDA)<sup>38</sup>. El primero de ellos, conocido como *Big Bang*, que fue puesto en marcha en abril de 2009, incorpora una serie de cambios de aplicación global en todos los mercados de CDS y un apartado específico centrado en los mercados de CDS de Norteamérica. Los cambios de alcance global se centran en la mejora de la eficiencia de la liquidación de los contratos en caso de que se produzca un evento de crédito. En el caso de los contratos firmados en Norteamérica, las modificaciones se centran en la estandarización de los pagos de cupones hasta alcanzar un número reducido de posibles alternativas.

El segundo protocolo, calificado como *Small Bang*, es una extensión del anterior que incluye, primero, cambios en la convención de los CDS europeos, muy similares a los introducidos por el *Big Bang* en los CDS norteamericanos y, segundo, modificaciones en la definición de evento de crédito aplicable a los contratos europeos, con el fin de mantener la reestructuración de la deuda de una entidad de referencia como evento de crédito. Los cambios en los contratos entraron en vigor el 31 de julio y los cambios en la convención fueron implementados en Europa el 20 de junio.

37. En el apartado 15.1 de este Informe se describen algunas iniciativas recientes del CESR en este ámbito.

38. Véase Markit (2009a y 2009b). El Boletín de la CNMV correspondiente al tercer trimestre de 2009 (capítulo 1) contiene una descripción de los principales aspectos relativos a los dos protocolos de ISDA.



En resumen, los objetivos perseguidos por la industria con estas iniciativas se centran en lograr una mayor homogeneidad de las convenciones de mercado, incrementando así el grado de estandarización de los contratos, con el doble fin de, primero, facilitar su liquidación en CCP y, segundo, ocasionar una reducción de contratos redundantes.

### 2.3.3 Agencias de calificación de riesgos

Algunos de los problemas señalados anteriormente en relación al funcionamiento de las agencias de *rating* y, en particular, aquéllos ligados a la falta de transparencia en sus metodologías y a los conflictos de intereses, ya se habían puesto de manifiesto antes del estallido de la crisis. De hecho, experiencias anteriores, como los graves episodios protagonizados por Enron y Parmalat, ya habían motivado alguna iniciativa basada en la autorregulación de este sector, como el informe sobre los principios con respecto a las actividades de las agencias de *rating* de IOSCO (2003) y el posterior código de conducta de las mismas, también elaborado por IOSCO (2008a).

La reflexión abierta acerca del papel de estas instituciones en la crisis ha concluido, no obstante, con el convencimiento de que resulta necesario regular su actividad. Así, el G-20, en su cumbre de abril de 2009 en Londres, tras subrayar el papel esencial de las agencias de *rating* en los mercados financieros, estableció la necesidad de someter a estas entidades a un régimen de vigilancia regulatoria específico, incluyendo su registro, que debe ser compatible con el código de conducta de IOSCO.

Al impulso regulador inicial dado por el G-20 le han seguido varias iniciativas por parte de distintas autoridades nacionales y regionales. En el contexto europeo, la reciente publicación del Reglamento 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia, establece por primera vez un sistema de registro y supervisión de estas entidades dentro de la UE<sup>39</sup>. En concreto, con el nuevo reglamento, el requisito de registro pasa a ser una condición necesaria para que una agencia pueda alcanzar la condición de ECAI (External Credit Assessment Institution), que el marco revisado de capital de Basilea II exige para que sus calificaciones puedan ser tenidas en cuenta a efectos regulatorios. A continuación, se destacan los principales aspectos del nuevo reglamento:

- a) Medidas para reducir los conflictos de intereses: i) se exige a las agencias que incluyan en sus consejos de administración un mínimo de dos consejeros independientes, cuya remuneración no esté ligada a los resultados de la agencia, y que cuenten con una función interna encargada de revisar periódicamente la calidad de los *ratings*; ii) la actividad de las agencias debe centrarse en la emisión de *ratings*, prohibiéndose la prestación simultánea de servicios de asesoramiento o consultoría; iii) las agencias deben asegurarse de que sus empleados posean los conocimientos y experiencia necesarios; iv) las retribuciones de los empleados no deben estar vinculadas a los ingresos que la agencia obtenga de la entidad que califiquen; y v) debe favorecerse la rotación del personal, para que no se establezcan relaciones duraderas con las entidades emisoras.
- b) En cuanto a la tecnología de elaboración de *ratings*: i) las agencias deben emplear modelos rigurosos, de forma sistemática y persistente, que puedan ser validados

39. Véase García y Ruiz (2009) para un análisis detallado de las principales propuestas del reglamento.

a partir de la experiencia histórica; y ii) deben hacer públicas sus metodologías e hipótesis y, en caso de modificación de las mismas, comunicarlo al mercado.

- c) En relación con la divulgación de la información relativa a los *ratings*, se exige a las agencias que: i) diferencien con una escala especial a los *ratings* de los productos estructurados; ii) señalen en sus informes si existen sospechas sobre la fiabilidad de la información en la que basan su trabajo; y iii) proporcionen información sobre todas las titulaciones para las que emitan una calificación preliminar, con independencia de que exista una calificación definitiva.
- d) En cuanto a las comunicaciones generales y periódicas, se requiere a las agencias que: i) publiquen anualmente un informe de transparencia que incluya datos relevantes acerca de su estructura legal, mecanismos de control interno y fuentes de ingresos; y ii) proporcionen al CESR información sobre el comportamiento de sus *ratings*.

Finalmente, en cuanto a la responsabilidad supervisora exigida por el G-20, el nuevo reglamento atribuye a las autoridades competentes del Estado en que esté domiciliada la agencia su registro y supervisión. No obstante, para que todas las autoridades nacionales interesadas puedan participar en la supervisión, el reglamento exige que las decisiones de la autoridad nacional responsable sean previamente discutidas y, a ser posible, consensuadas por un colegio de supervisores<sup>40</sup>.

Por su parte, el Gobierno de EE.UU. ha solicitado recientemente a la SEC que continúe con su labor para reforzar la regulación de las agencias de *rating*<sup>41</sup>, con especial énfasis en la gestión de los conflictos de interés, la diferenciación en las calificaciones de los productos estructurados y el aumento en la transparencia y la fiabilidad de sus calificaciones. Además, en la propuesta norteamericana se solicita la reducción del uso de *ratings* con fines regulatorios en la medida de lo posible.

#### 2.3.4 Sistemas de remuneración

El Financial Stability Forum (FSF) publicó en abril de 2009 una lista de principios sobre prácticas de remuneración (véase FSF, 2009), dirigidos a instituciones financieras con potencial para afectar a la estabilidad del sistema, pero también aplicable a otras empresas de relevancia sistémica. El objetivo básico de estos principios es promover una gestión prudente del riesgo de las entidades financieras, orientada hacia el crecimiento y la estabilidad a largo plazo. Con este fin, los principios del FSF se articulan en torno a los siguientes ejes de actuación: i) mayor eficacia del gobierno corporativo en el control de los sistemas de compensación; ii) incremento del grado de sintonía entre los sistemas de remuneración y los objetivos de una gestión prudente del riesgo; y iii) aumento de la transparencia en las prácticas de retribución y seguimiento de éstas por parte de los supervisores.

En septiembre de 2009, el Financial Stability Board (FSB), organismo que sucedió al FSF a partir de abril de ese año, publicó una relación de estándares para la aplicación práctica de los principios del FSF (véase FSB, 2009) y promovió un ejercicio de evaluación mutua entre sus miembros (*peer review*) para verificar el grado de

40. La Comisión Europea ha propuesto que, en el futuro, esta competencia sea asumida por la institución que resulte de la transformación de CESR en autoridad supervisora europea.

41. Véase Departamento del Tesoro de EE.UU. (2009).

seguimiento de sus principios y estándares. En el informe que recoge los principales resultados de ese ejercicio (véase FSB, 2010) se destaca que, durante 2009, se han producido avances significativos en la aplicación de sus recomendaciones, aunque con diferencias de enfoque y ritmo entre las distintas jurisdicciones. En particular, el FSB señala que donde más se ha avanzado ha sido en las mejoras de gobierno corporativo, supervisión y transparencia de los sistemas de remuneración y, donde menos, en la alineación del riesgo con la estructura retributiva.

En el ámbito europeo, en abril de 2009, la Comisión Europea adoptó dos recomendaciones sobre políticas de compensación (véase CE, 2009a y 2009b). La primera proporciona directrices sobre la estructura y la determinación de la remuneración de los administradores de las compañías cotizadas, con cuatro recomendaciones destacadas: i) limitación de las indemnizaciones en caso de despido; ii) equilibrio entre los componentes fijos y variables de la remuneración, vinculando los segundos, de forma contrastable, a objetivos de gestión; iii) especial énfasis en la sostenibilidad en el diseño de los incentivos; y iv) establecimiento de reglas de devolución del componente variable en caso de información engañosa.

La segunda, dirigida a las instituciones financieras, recoge los principios del FSF y ha estado seguida de una propuesta legislativa para su incorporación a la nueva directiva sobre requisitos de capital. En concreto, el Parlamento Europeo publicó en marzo de 2010 un nuevo borrador de la Directiva de Requisitos de Capital (CRD III) que introduce reglas explícitas y medidas de supervisión y sanción en relación a las políticas de remuneración de las entidades financieras que son objeto de esta Directiva, incluyendo las siguientes disposiciones:

- Las bonificaciones variables deben ser concedidas según los resultados alcanzados a lo largo de un horizonte temporal amplio y no deben estar garantizadas de antemano, evitándose indemnizaciones por despido que recompensen el fracaso en la gestión.
- El pago de bonificaciones debe supeditarse a los objetivos prioritarios de fortalecimiento de la base de capital y estabilidad de la compañía. En el caso de entidades que hayan recibido ayudas gubernamentales excepcionales, además, deberán reintegrar dichas ayudas antes de pagar bonificaciones.
- Debe existir un equilibrio entre remuneraciones variables y salario fijo; concretamente, las primeras no deben sumar más de la mitad de la remuneración anual total.
- Al menos la mitad de las bonificaciones variables deben ser pagadas en acciones que, a su vez, deberán ser retenidas, al menos, durante tres años.
- El abono de una parte sustancial de la remuneración variable debe ser diferido por un periodo proporcional al ciclo económico de los productos comercializados; las partes aplazadas deberían ser recuperables si el rendimiento de estos productos fuera inferior al estimado. En cualquier caso, al menos el 40% de las bonificaciones (el 60% para las más altas) deben ser diferidas durante un periodo no inferior a tres años.

En cuanto a la gobernanza de los mecanismos de retribución, la CRD III establece que las empresas deben crear una comisión de remuneración que supervise sus políticas de retribuciones y defienda los intereses a largo plazo de los accionistas,

los inversores y otras partes interesadas. Los miembros de esta comisión deben ser directivos no ejecutivos. Asimismo, las compañías deben publicar información sobre las políticas de remuneración y las corrientes de pagos en este concepto, incluyendo desgloses detallados por unidad de negocio y responsable directivo.

El recuadro 2.1 contiene las principales novedades que conllevará la incorporación de los principios y recomendaciones anteriores en España<sup>42</sup>.

En Estados Unidos, a principios de 2010, el Comité de Asuntos Bancarios del Senado presentó una nueva propuesta normativa en la que se contemplan importantes medidas para disciplinar la remuneración de los ejecutivos<sup>43</sup>. Entre estas medidas cabe destacar, especialmente, tres: (i) el derecho de los accionistas a votar de forma no vinculante sobre la remuneración de los ejecutivos, (ii) la independencia de la comisión de remuneración y (iii) la exigencia a las empresas cotizadas de que establezcan políticas para que los ejecutivos devuelvan su remuneración cuando los estados financieros no cumplan los estándares contables. Asimismo, la propuesta establece que la SEC fije requisitos claros de desglose de información sobre remuneraciones, incluyendo la exigencia de presentar datos que permitan comparar la remuneración de los directivos con la evolución del valor de la compañía a lo largo de un horizonte de cinco años.

**Novedades en España relativas a la remuneración  
de los administradores de las sociedades cotizadas:  
el Código Unificado de Buen Gobierno y la Ley de Economía Sostenible**

RECUADRO 2.1

En España, el Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, aprobado por la CNMV a mediados de 2006, se halla en estos momentos en revisión, con el fin de incorporar varias modificaciones en materia de remuneración de directivos<sup>1</sup>. En concreto, los cambios propuestos por la CNMV en este ámbito son el resultado de, por un lado, la incorporación al Código de las recientes recomendaciones de la Comisión Europea y, por el otro, de la inclusión de varias recomendaciones anteriormente contenidas en el Código en el Proyecto de Ley de Economía Sostenible (LES), aprobado por el Consejo de Ministros el 19 de marzo de 2010.

En primer lugar, con el objetivo de adoptar las medidas planteadas en la nueva Recomendación de la Comisión Europea de 2009 (2177/2009/CE) sobre la estructura retributiva de los consejeros y la composición y funciones del comité de remuneraciones, la CNMV sometió a consulta pública, en diciembre de 2009, varias propuestas que afectarían a las siguientes recomendaciones contenidas en el Código Unificado: i) 36 y 39, que ahora especifican las limitaciones en la estructura retributiva de los consejeros señaladas por la CE; ii) 40, que anima a los accionistas, especialmente a los institucionales, a asistir a las juntas generales y a hacer un uso prudente de sus votos cuando se trate de la remuneración de los consejeros (ésta sustituiría a la anterior recomendación 40 del Código sobre la votación consultiva por la junta general del informe de retribuciones, que adquiriría carácter obligatorio, como se indica a continuación); y iii) 54 y 57, que se centran en la estructura y funcionamiento de la comisión de nombramientos y retribuciones.

42. Véase García y Domínguez (2009) para un análisis detallado sobre los sistemas retributivos de los consejeros de las sociedades cotizadas españolas.

43. Véase Comité de Asuntos Bancarios del Senado de EE.UU. (2010).

En segundo lugar, tres recomendaciones del Código Unificado dejarían de formar parte del mismo para incorporarse al ordenamiento jurídico, según el Proyecto de la LES, en línea con lo sugerido por la CNMV. Estas recomendaciones son las siguientes: i) 35, sobre el contenido de las políticas retributivas; ii) 40, antes citada, sobre la votación consultiva por la junta general del informe de retribuciones; y iii) 41, sobre la difusión de las remuneraciones individuales de los consejeros.

Con carácter general, el Proyecto de la LES, en lo referido al ámbito de la remuneración, persigue la aplicación en España de los principios de buen gobierno aceptados recientemente en diversos ámbitos internacionales (G-20, FSB y Comisión Europea). En concreto, el proyecto exige que las sociedades cotizadas incrementen la transparencia de la remuneración de sus consejeros y primeros ejecutivos, así como de sus políticas de retribuciones. Asimismo, el consejo de administración de las sociedades anónimas cotizadas deberá difundir y someter a votación de la junta general un informe anual sobre las remuneraciones de sus consejeros y primeros ejecutivos aprobadas por el consejo para el año en curso, así como, en su caso, la prevista para años futuros. Dicho informe incluirá también un resumen global de cómo se aplicó la política de retribuciones durante el último ejercicio, así como el detalle de las retribuciones individuales devengadas por cada uno de los consejeros y primeros ejecutivos. En el caso de las cajas de ahorros, estas obligaciones deberán cumplirse también en relación con los miembros de la Comisión de Control. Por su parte, las entidades de crédito deberán incrementar la transparencia de las prácticas y políticas de remuneración de aquellos empleados cuyas actividades profesionales puedan tener impacto en sus perfiles de riesgo. El Banco de España exigirá a las entidades de crédito que posean normas de gobierno que incluyan políticas y prácticas de remuneración coherentes con la promoción de una gestión del riesgo sólida y efectiva.

1. Los diversos informes de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales y los informes anuales de gobierno corporativo de las compañías del Ibex 35, publicados por la CNMV, ofrecen información detallada sobre el grado de cumplimiento del Código de Buen Gobierno.

### 2.3.5 Hedge funds y private equity

Al comienzo de la crisis, ni la industria de *hedge funds* y ni la de *private equity*, con algunas excepciones, habían estado sujetas a regulación, si bien los reguladores ya venían prestando atención a estos vehículos de inversión con anterioridad. Una de esas excepciones la constituye el caso español, donde los *hedge funds*, denominados aquí *instituciones de inversión libre*, están regulados en el marco general de la inversión colectiva. Por su parte, las entidades de capital-riesgo, cuyas actividades se enmarcan en el ámbito de la industria de *private equity*, pueden registrarse voluntariamente en la CNMV para disfrutar de ciertas ventajas fiscales, siempre que cumplan, además, determinados requisitos<sup>44</sup>.

En el ámbito internacional, un punto de inflexión particularmente importante en la atención de los reguladores fue la quiebra del fondo Long Term Capital Management

44. Sobre la evolución y el tratamiento regulatorio de la industria de *hedge funds* hasta mediados de la primera década del presente siglo, consúltense, por ejemplo, Cambón (2004) y CNMV (2006). Véase, asimismo, Ruiz (2006) sobre la situación de la industria de *private equity* en el mismo período.

(LTCM) en 1998, que supuso, en su momento, un seria advertencia sobre la relevancia sistémica de estos vehículos, debido al tamaño del fondo, su elevado apalancamiento, los riesgos de contraparte asumidos por diversas entidades financieras y el impacto potencial sobre los mercados de una masiva liquidación de posiciones.

De este modo, en el periodo comprendido entre la crisis de LTCM y el estallido de la crisis financiera, los *hedge funds*, por sus implicaciones en términos de riesgo sistémico y protección de los inversores, pasaron a ocupar un lugar destacado en la agenda del FSF y otros foros internacionales<sup>45</sup>. Las iniciativas desarrolladas durante dicho periodo se centraron, sobre todo, en el control de los riesgos de contrapartida de las entidades financieras reguladas frente a estos vehículos y otras instituciones altamente apalancadas, mientras que se mantenía un tono menos incisivo con la industria, con recomendaciones de mejor autorregulación (véase FSF, 2000).

Sin embargo, tras el inicio de la crisis financiera, el tono de las iniciativas emanadas de los foros internacionales pasó a ser muy distinto. Así, el G-20, en su cumbre de Londres de abril de 2009, expresó su posición favorable a la necesidad de regular los *hedge funds* de relevancia sistémica. Esta obligación comportaría el suministro a los supervisores de datos sobre apalancamiento y otras informaciones relevantes para el control del riesgo sistémico, así como la sujeción a una adecuada supervisión de la gestión de riesgos. Asimismo, el G-20 solicitó al FSB que desarrollase mecanismos para la cooperación y el intercambio de información entre las autoridades relevantes, de modo que se asegurase el mantenimiento de una efectiva supervisión de las entidades registradas con independencia de su localización. Cabe señalar que la declaración del G-20 se apoyó en los principios sobre regulación que, en aquel momento, se hallaban ya en proceso de elaboración en IOSCO y que se comentan a continuación.

IOSCO ha venido desarrollando recientemente diversas líneas de trabajo relacionadas con los *hedge funds* y el *private equity*. En el primer caso, cabe destacar el desarrollo, durante 2008, de estándares de protección del inversor en los *hedge funds* y la publicación, en noviembre de 2007, de un conjunto de principios relativo a la valoración de sus carteras (véase IOSCO 2008b y 2007, respectivamente). Tras un proceso de consulta a la industria, en junio de 2009 IOSCO dio a conocer, además, los seis principios de regulación que dan cuerpo a la nueva doctrina del G-20 respecto a los vehículos potencialmente sistémicos de esta industria (véase IOSCO 2009b). Los principios se resumen como sigue: 1) obligación de registro para los vehículos y/o sus gestores; 2) requisitos de funcionamiento (prudenciales, organizativos y normas de conducta); 3) sujeción de los *prime brokers*<sup>46</sup> y bancos que faciliten financiación a los *hedge funds* a un régimen de regulación; 4) suministro al regulador de información relevante para el control del riesgo sistémico, 5) fomento, por parte de los reguladores, de las buenas prácticas de negocio; y 6) competencias de los reguladores para cooperar y compartir información a escala internacional.

La Unión Europea está intentando plasmar en su regulación la nueva orientación del G-20 favorable a la regulación de las entidades financieras potencialmente sistémicas. Éste es, esencialmente, el objetivo de la propuesta de directiva sobre gestores

45. Los activos administrados por *hedge funds* aumentaron desde los 408 millardos de dólares en 2000 hasta alcanzar su máximo histórico de 2.700 millardos a finales del primer semestre de 2008, mientras que el patrimonio global gestionado bajo la fórmula de *private equity* aumentó desde los 262 millardos de dólares en el año 2000 hasta 490 millardos en 2007, cuando esta industria tocó techo. Sin embargo, la crisis ha afectado significativamente a ambos sectores, hasta reducir su patrimonio en 2009 a 1.700 millardos de dólares, en el caso de los *hedge funds*, y 180 millardos, en el caso del *private equity* (estimación basada en la anualización de los datos del primer semestre).

46. Entidades financieras, en general bancos de inversión, que mantienen una relación comercial estable con los *hedge funds*, proporcionándoles financiación y otros servicios.



de inversiones alternativas presentada por la Comisión Europea en abril de 2009, que está siendo tramitada, en la actualidad, por el Consejo y el Parlamento europeos. El término “inversión alternativa” incluye un extenso y heterogéneo conjunto de vehículos de inversión en los que, además de los *hedge funds* y los vehículos de *private equity*, se encuentran fondos de inversión en materias primas, propiedad inmobiliaria, infraestructuras, etc.

En particular, la propuesta de la Comisión obliga al registro de todos los gestores que administren patrimonios superiores a 100 millones de euros, umbral que se incrementa hasta los 500 millones para vehículos que no utilicen técnicas de apalancamiento y cuyas inversiones contemplen periodos mínimos de reembolso para los partícipes o accionistas de cinco años. Bajo estas condiciones, la Comisión estima que la futura directiva cubriría al 30% de los gestores y al 90% de los activos administrados por los *hedge funds* europeos. La propuesta, que se inspira en los principios de IOSCO en cuanto a régimen de autorización y requisitos de funcionamiento, promueve la transparencia de los gestores y los fondos administrados respecto a supervisores, inversores y otras partes interesadas. En el actual proceso de tramitación, las principales dificultades observadas giran en torno al tratamiento de los vehículos domiciliados en terceros países, debido a diferencias en cuanto a la extensión y profundidad de los requisitos exigidos.

### 2.3.6 Cambios en materia contable

En la cumbre del 2 de abril de 2009, el G-20 encomendó a los organismos con responsabilidad en el desarrollo de estándares contables mejorar los criterios de valoración de instrumentos financieros, en base a su grado de liquidez y al horizonte inversor considerado por sus tenedores, y subrayó la necesidad de reafirmar el marco conceptual en relación a la contabilidad del valor razonable. En concreto, el G-20 solicitó entonces avances inmediatos en las tres áreas siguientes: (i) reducción de la complejidad de los estándares contables; (ii) refuerzo del reconocimiento contable de las provisiones por pérdidas crediticias; y (iii) mejoras en los estándares contables utilizados en relación a las exposiciones fuera del balance y a los efectos de la incertidumbre sobre la valoración de activos.

En cuanto a las dos primeras áreas anteriores, el IASB está trabajando en estos momentos en un ambicioso proyecto, cuya pieza más importante es la sustitución de la antigua NIC (Norma Internacional de Contabilidad) 39, sobre reconocimiento y medición de instrumentos financieros, por la nueva NIIF (Norma Internacional de Información Financiera) 9. El objetivo es elaborar una norma mucho más sencilla, a través de la reducción de categorías de instrumentos financieros, y sensible al carácter procíclico del crédito, al tiempo que se mantiene la convergencia con las normas contables estadounidenses. El recuadro 2.2 contiene una descripción de los elementos esenciales de este proyecto.

En relación al requerimiento de mejorar los criterios contables aplicables a las exposiciones fuera del balance, el IASB emitió en diciembre de 2008 una propuesta para reforzar y mejorar los requisitos contables de identificación de una situación de toma de control de una entidad por parte de otra (véase IASB, 2008). También, en el contexto de la revisión de la NIC 39 y de la NIIF 7, sobre desgloses de información relativa a instrumentos financieros, el IASB presentó a finales de 2009 un catálogo con propuestas para una simplificación y clarificación del tratamiento contable de la transferencia efectiva de activos (*derecognition*, véase IASB 2009c). Finalmente, con el objetivo de incrementar la robustez de las normas contables en situaciones de incertidumbre sobre la valoración de activos, el IASB publicó en mayo de 2009 una guía sobre la aplicación

del criterio de valor razonable<sup>47</sup>, que también contiene criterios para la valoración de activos en mercados que viven una situación de iliquidez (véase IASB 2009a).

### **Modificación de la contabilidad de los instrumentos financieros: de la NIC 39 a la NIIF 9**

RECUADRO 2.2

La NIC 39, que se centra en el reconocimiento y medición de los activos y pasivos financieros, ha sido objeto de controversia desde su emisión en 1999. Entre las críticas más recurrentes, cabe señalar que sus requerimientos presentan un elevado grado de complejidad, lo que afecta a su comprensión, interpretación y aplicación. Además, desde el comienzo de la crisis, se ha señalado con frecuencia que esta norma contiene efectos procíclicos no deseables. Con el objeto de solventar estas deficiencias, el IASB está elaborando la nueva NIIF 9, para lo cual ha previsto un proceso a desarrollar en tres fases.

La primera fase, que se refiere a la clasificación y medición de instrumentos financieros, simplifica notablemente la contabilización. No obstante, en esta fase se aborda exclusivamente el tratamiento contable de los activos financieros, clasificándolos en sólo dos categorías: coste amortizado y valor razonable. Esta clasificación se basa tanto en el modelo de negocio utilizado por la entidad para su gestión como en la naturaleza y características de los instrumentos financieros. La medición posterior se realiza en función de la clasificación inicial, aunque se permite cambiar ésta si se demuestra un cambio en el modelo de negocio. Esta primera fase concluyó en noviembre de 2009, con la emisión de la norma definitiva por parte del IASB, que aún está pendiente de convalidación en la Unión Europea.

En la segunda fase, aún en curso, se aborda la contabilidad de las provisiones por créditos dudosos o deteriorados. En este ámbito, el IASB propuso, en noviembre de 2009, avanzar hacia un modelo basado en la pérdida esperada, que comparte con la provisión dinámica aplicada desde 2000 por el Banco de España el objetivo de promover un reconocimiento más temprano de las pérdidas<sup>1</sup>, en contraposición al actual, basado en la pérdida incurrida. Así, de acuerdo al modelo de pérdida esperada, las entidades de crédito deben reconocer contablemente la pérdida esperada en el momento de realización de la operación, utilizando para ello una provisión cuyo valor debería actualizarse, a lo largo de toda la vida del crédito en cuestión, según cambie la percepción del importe no recuperable esperado (véase IASB, 2009b). De este modo, la pérdida esperada tendrá un impacto directo en la cuenta de resultados.

El contenido de la tercera fase se reflejará en un borrador cuya publicación está prevista para el primer semestre de 2010. Esta fase se centrará en la contabilidad de las coberturas, y, en particular, en la búsqueda de un mayor grado de simplificación de las mismas. Para ello, previsiblemente, se adoptará un enfoque para la cobertura de valor razonable similar al vigente actualmente para la cobertura de flujos de efectivo.

1. Poveda (2000) explica en detalle los fundamentos y operativa de esta innovación contable.

47. Manso y Rodríguez (2009) proporcionan un análisis detallado de las principales líneas del debate abierto recientemente en torno al criterio del valor razonable.



### 2.3.7 Iniciativas en materia de ventas en corto

Motivados por el aparente exceso de volatilidad en los mercados de acciones, especialmente en torno a valores financieros, muchos reguladores de valores impusieron disposiciones extraordinarias en relación con las ventas en corto a partir de septiembre de 2008. Estas disposiciones han revestido, en la mayoría de los casos, la forma de prohibiciones, restricciones y/o requisitos de desglose de información. Su alcance y duración han variado considerablemente entre las distintas jurisdicciones. Como pone de manifiesto el recuadro 2.3, la intensidad regulatoria de estas medidas ha oscilado entre el establecimiento de requisitos de información al mercado y/o al supervisor, en un extremo, y la prohibición total de las ventas en corto para todo tipo de valores, en el otro, pasando por la prohibición únicamente de las ventas en corto al descubierto o su aplicación sólo para los valores financieros. Asimismo, el plazo de vigencia de estas medidas ha resultado muy desigual<sup>48</sup>. Así, el primer país europeo en abandonar las prohibiciones extraordinarias fue el Reino Unido, a principios de 2009, aunque la obligación de divulgación de información todavía continúa vigente. Con posterioridad, se han ido eliminando algunas de estas medidas en diferentes jurisdicciones. No obstante, en algunos casos, como Francia, las prohibiciones en algunas prácticas de venta en corto se han prorrogado indefinidamente.

En España, a diferencia de otros países europeos, las ventas en corto al descubierto ya estaban prohibidas antes de la crisis. Así, las decisiones adoptadas por la CNMV en septiembre de 2008 en este ámbito se limitaron a recordar a todos los miembros del mercado la existencia de dicha prohibición y a adoptar medidas para la divulgación de información en relación a las posiciones en corto que excedieran el 0,25% del capital social del emisor<sup>49</sup>.

Una vez superadas las fases de inestabilidad más acusada en los mercados de renta variable, se ha abierto una reflexión acerca de la conveniencia de establecer nuevas medidas regulatorias en el ámbito de las ventas en corto. En este contexto se enmarcan varias propuestas normativas formuladas en los últimos meses, que se describen a continuación.

El CESR remitió a la Comisión Europea, en marzo de 2010, un nuevo modelo de comunicación de posiciones cortas con el objetivo de impulsar un cambio normativo en esta área (véase CESR, 2010). El nuevo modelo se basa en la comunicación al supervisor de las posiciones cortas de todos los valores admitidos a negociación en los mercados regulados o en los sistemas multilaterales de negociación del área económica europea. En concreto, aquellas posiciones cortas que igualen o superen el 0,2% del capital social de una compañía objeto de dichas posiciones deben ser comunicadas al regulador, pero no se harán públicas al mercado. Las posiciones cortas que igualen o superen el 0,5% del capital social deberán comunicarse al regulador y al mercado, mientras que el incremento mínimo de posición que debe ser comunicado, en ambos casos, es el equivalente al 0,1% del capital social (con excepciones en el caso de los creadores de mercado).

#### Marco económico y financiero

Los mercados financieros a través de la crisis: retos e iniciativas para su recuperación

48. Véase Buenaventura (2008) y el capítulo 1 del Boletín de la CNMV del trimestre III de 2009 para un análisis amplio de estas (y otras) iniciativas.

49. El capítulo 11 de este Informe presenta información más detallada sobre las actuaciones de la CNMV en este terreno.

## Ventas en corto: algunas medidas adoptadas en el contexto de la crisis

RECUADRO 2.3

En la tabla siguiente se presenta un resumen de las medidas adoptadas a lo largo de la crisis en las distintas jurisdicciones en materia de ventas en corto que, en algunos casos, han variado desde las adoptadas inicialmente en 2008.

### Medidas sobre ventas en corto adoptadas en distintas jurisdicciones

Jurisdicción	Medidas <sup>1</sup>
<b>Alemania</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Prohibición de ventas en corto descubiertas sobre once valores financieros, que no ha sido prorrogada más allá del 31/01/10.</li> <li>– Introducción de un régimen de publicación de posiciones cortas sobre valores financieros seleccionados en dos niveles: i) las posiciones iguales o superiores al 0,2% del capital social del emisor se comunicarán al regulador y ii) las posiciones iguales o superiores al 0,5% del capital se comunicarán al mercado de forma anónima. Se comunicarán, asimismo, las variaciones del 0,1% del capital social sobre los niveles de referencia (entrada en vigor el 25/03/10).</li> </ul>
<b>España</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Recordatorio de las medidas existentes relativas a la prohibición de ventas en corto descubiertas, incluyendo las intradía, en todos los valores.</li> <li>– Exigencia de publicación de posiciones cortas superiores al 0,25% del capital social del emisor, para 20 valores financieros.</li> </ul>
<b>Estados Unidos</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Prohibición de realizar ventas en corto en valores financieros (la prohibición duró 19 días, hasta su eliminación el 09/10/08).</li> <li>– Desde finales de 2008, se han realizado varias modificaciones legislativas encaminadas a reducir los fallos en la entrega de valores y las ventas en corto al descubierto abusivas.</li> </ul>
<b>Francia</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Prohibición temporal de realización de ventas en corto descubiertas sobre 15 valores financieros.</li> <li>– Obligación de comunicación, tanto al regulador como al mercado, de posiciones cortas sobre 15 valores financieros superiores al 0,25% del capital social del emisor. Con efecto del 31/01/10, la AMF prorrogó estas medidas (prohibición y publicación) indefinidamente.</li> </ul>
<b>Italia</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Prohibición temporal, durante junio y julio de 2009, de realizar ventas en corto en todos los valores, salvo para los procesos de ampliación de capital. En este último caso, a la hora de realizar una venta, ésta debe estar respaldada tanto por la disponibilidad como por la propiedad del activo.</li> <li>– No se requiere publicación de posiciones cortas.</li> </ul>
<b>Portugal</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– La venta en corto descubierta está, en general, prohibida. La venta cubierta está permitida siempre que el vendedor o intermediario demuestre que dispone de los valores.</li> <li>– Eliminada, con fecha 10/01/09, la obligación de comunicación de posiciones cortas a la CMVM que existía desde septiembre de 2008.</li> </ul>
<b>Reino Unido</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Eliminada, con fecha de 16/01/09, la prohibición existente desde el 18/09/08 de realizar ventas en corto, tanto cubiertas como descubiertas, en valores financieros.</li> <li>– Exigencia de publicación de posiciones cortas sobre valores financieros superiores al 0,25% del capital social del emisor y de incrementos adicionales del 0,1%. La FSA prorrogó indefinidamente esta obligación con efectos de 30/06/09.</li> </ul>

1. En la mayor parte de jurisdicciones en las que existe algún tipo de limitación a las ventas en corto, al mismo tiempo, se reconocen las necesidades especiales en este ámbito de los creadores de mercado y similares.

En EE.UU., a principios de 2010, la SEC aprobó una nueva regulación para esta operativa, cuya principal novedad es el establecimiento de restricciones a las ventas en corto cuando el precio de un valor cae más del 10% en un solo día, en relación al precio de cierre del día anterior. Bajo esa eventualidad, sólo se permitirán las ventas en corto si el precio del valor en cuestión está por encima de la mejor oferta inmediatamente anterior.

### 2.3.8 Formación del inversor

El intenso proceso de innovación financiera que comenzó a partir de finales del siglo pasado ha traído consigo una mayor oferta de productos financieros complejos. Este mayor grado de complejidad de los instrumentos de ahorro, en muchos casos, dificulta su comprensión y, en particular, el análisis de sus riesgos por parte de los inversores minoristas. Por este motivo, diversos organismos internacionales y autoridades nacionales están impulsando iniciativas de mejora de la formación financiera de la población.

En el plano internacional, la OCDE publicó, en julio de 2009, un catálogo de buenas prácticas en educación financiera y conocimientos en materia de crédito (véase OCDE, 2009). En el mismo se recomienda que las entidades de crédito muestren con claridad un resumen de los principales términos y condiciones de sus préstamos, que incluya la información relativa a las consecuencias que puede originar el impago de un crédito. Asimismo, la OCDE recomienda a las autoridades públicas que refuercen sus sistemas de protección a los pequeños inversores y les ayuden a comprender mejor los aspectos clave de las operaciones de crédito y de los activos financieros complejos.

Por su parte, la Comisión Europea continuó durante el pasado ejercicio desarrollando las iniciativas puestas en marcha en el marco de su Comunicación sobre Educación Financiera (véase CE, 2007). Como novedad más destacable, cabe señalar la presentación a comienzos de 2009 de la Base de datos Europea sobre Educación Financiera, que aglutina una amplia información sobre los programas de formación en esta área que actualmente están en funcionamiento en la UE.

En España, con el objetivo de avanzar en la mejora de la cultura financiera de todos los segmentos de la población, en 2009 se creó el grupo de trabajo que desarrollará el Plan de Educación Financiera contemplado en el convenio entre la CNMV y el Banco de España, presentado en mayo de 2008. Este grupo de trabajo, que está formado por miembros de los organismos firmantes del convenio, a los que se han unido recientemente representantes de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, ha centrado sus esfuerzos en el diseño y desarrollo de los contenidos del sitio web [www.finanzasparatodos.es](http://www.finanzasparatodos.es), que se concibe como uno de los principales elementos de referencia del proyecto. Los elementos esenciales de esta iniciativa se reseñan en el recuadro 2.4.

Uno de los aspectos fundamentales del plan es la introducción de la educación financiera en la enseñanza obligatoria, con el objetivo último de que ésta pase a formar parte de los conocimientos que se consideran imprescindibles para su utilización en la vida diaria. Con este propósito, la CNMV y el Banco de España firmaron en septiembre de 2009 un convenio con el Ministerio de Educación. El grupo de trabajo creado en el contexto de este convenio recomendó que el primer paso sea la introducción de la formación financiera en el tercer curso de la Enseñanza Secundaria Obligatoria, aunque el propósito es que esta materia se imparta en el bachillerato y en la formación profesional.

El pasado 3 de mayo de 2010 el Presidente de la CNMV y el Gobernador del Banco de España presentaron el portal [www.finanzasparatodos.es](http://www.finanzasparatodos.es), primer elemento visible del Plan de Educación Financiera. El diseño del portal se inspira en las líneas maestras del plan. Así, en concordancia con el objetivo de cambiar la percepción de las finanzas como un campo reservado a profesionales, en el portal se muestra cómo una gran parte de las decisiones que se toman a lo largo de la vida, en relación con el logro de los objetivos personales, son de naturaleza eminentemente financiera. Asumir esta realidad es el primer paso para transformar actitudes pasivas en comportamientos más proactivos, basados en la definición de objetivos y en la planificación de ingresos y gastos.

Con este fin se han definido cinco módulos principales de contenidos: i) *cómo llegar a fin de mes*; ii) *la economía en las etapas de la vida*; iii) *consejos para invertir*; iv) *la oferta de productos y servicios financieros*; y v) *el kit financiero de supervivencia*. Para incidir en la estrecha relación entre las cuestiones financieras y la situación personal de los ciudadanos, el portal dispone, además, de un sistema de navegación en función del perfil o de las necesidades de información que se tengan en ese momento.

El portal se ha diseñado con un enfoque práctico, basado en necesidades reales cotidianas. Así, en el mismo se ofrecen recomendaciones y posibles soluciones para temas que interesan a cualquier persona, sea cual sea su situación o su nivel de renta, incluyendo los siguientes: la organización del presupuesto para optimizar los recursos disponibles, la gestión inteligente del crédito para controlar el nivel y el coste del endeudamiento, las opciones para planificar la jubilación, consejos para evitar fraudes financieros y para proteger los datos personales, alternativas de aseguramiento e inversión, etc.

La utilidad práctica de los contenidos se refuerza con un gran número de herramientas, calculadoras y simuladores disponibles, lo que permite una aplicación inmediata de los conceptos y recomendaciones ofrecidos. Entre otras utilidades, los usuarios de la página disponen de un chequeo de “salud financiera”, una plantilla para elaborar presupuestos, calculadoras para valorar las necesidades de acumulación de capital en distintas situaciones, simuladores de ahorro para niños, etc.

Finalmente, el portal se configura con contenidos ampliamente accesibles. La vocación generalista del proyecto queda patente, no sólo a través de la accesibilidad técnica certificada por los organismos competentes, sino, de manera especial, a través de la opción de “lectura fácil”. Esta última opción se corresponde con una iniciativa de ámbito internacional que propone la simplificación de los textos, para facilitar su comprensión por parte del público destinatario. En [finanzasparatodos.es](http://finanzasparatodos.es), el contenido más relevante de cada módulo ha sido adaptado a las directrices de la lectura fácil, de manera que los mensajes clave se encuentren también al alcance de personas que padezcan alguna discapacidad intelectual o tengan dificultades con el idioma.

Durante el año 2010, el portal continuará enriqueciendo sus contenidos y potenciando las opciones de interactividad con los usuarios.

## II Mercados y emisores



### 3.1 Panorama general

El ejercicio bursátil de 2009 estuvo marcado, primero, por los intensos ajustes a la baja en las cotizaciones que se registraron hasta los primeros días de marzo y, después, por la rápida recuperación que se produjo, principalmente, a lo largo del segundo y el tercer trimestre del año. Así, los precios de las acciones comenzaron el ejercicio cayendo con fuerza, como consecuencia, principalmente, de la profundización de la recesión económica y las dudas acerca de la solidez del sistema financiero internacional. Desde entonces, las señales de estabilización en el sistema financiero y la desaceleración en el deterioro de la actividad económica propiciaron un crecimiento sustancial en las cotizaciones, que permitió una revalorización del Ibex 35 del 29,8% para el conjunto del año, superior a los avances observados en el resto de las plazas europeas de referencia (véase cuadro 1.1).

Una de las características más reseñables del episodio de fuerte recuperación de las cotizaciones desde los mínimos alcanzados en marzo fue el comportamiento dispar entre compañías financieras y no financieras. Así, como se observa en el panel superior izquierdo del gráfico 3.1, la revalorización de las cotizaciones de las entidades del sector financiero en 2009 fue muy superior a la del resto de entidades. Esto último viene explicado por la puesta en marcha de medidas extraordinarias de gran calado de apoyo a este sector. Por otro lado, el panel superior derecho del gráfico 3.1 muestra cómo la recuperación en los precios de las compañías que cuentan con mayor presencia en los mercados internacionales fue más intensa que en aquellas otras predominantemente orientadas al mercado nacional.

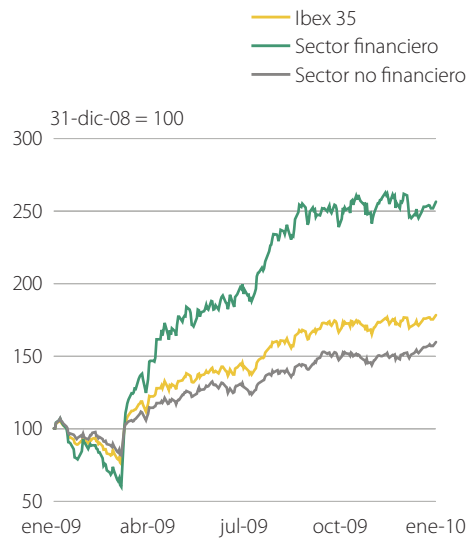
En este marco, la volatilidad histórica del Ibex 35, que aumentó en los dos primeros meses del año hasta superar puntualmente valores del 50%, mostró un comportamiento bajista en los meses siguientes, hasta finalizar 2009 en tasas cercanas al 20% (véase el panel inferior derecho del gráfico 3.1). Estos últimos niveles de volatilidad pueden ser considerados como normales en situaciones de ausencia de turbulencias en los mercados financieros, de acuerdo a los promedios registrados en la última década. Al mismo tiempo, las condiciones de liquidez evaluadas a través del *spread bid-ask* del Ibex 35, que también empeoraron considerablemente en las primeras semanas de 2009, mejoraron sustancialmente después, alcanzando valores similares a los observados antes del inicio de la crisis.

Con todo, el volumen de contratación se redujo por segundo año consecutivo, retrocediendo hasta niveles del año 2005. A diferencia del año anterior, donde la reducción del volumen efectivo de contratación coincidía con el descenso de los precios de las acciones, en el año 2009 la disminución del volumen efectivo se produjo en un ejercicio de fuerte revalorización de las cotizaciones. Este descenso de la contratación fue similar al observado en otras bolsas de referencia.

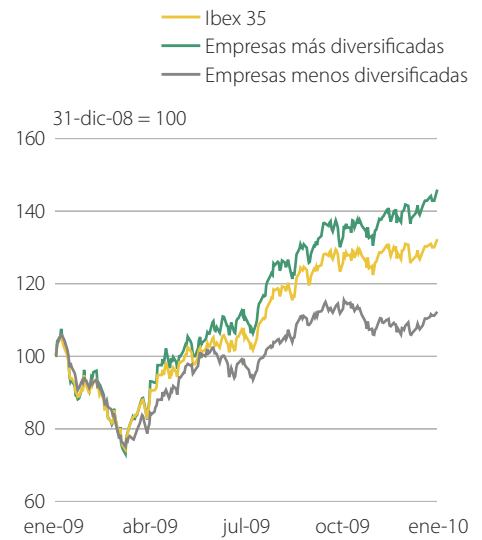
## Indicadores del Ibex 35 (precios, liquidez y volatilidad)

GRÁFICO 3.1

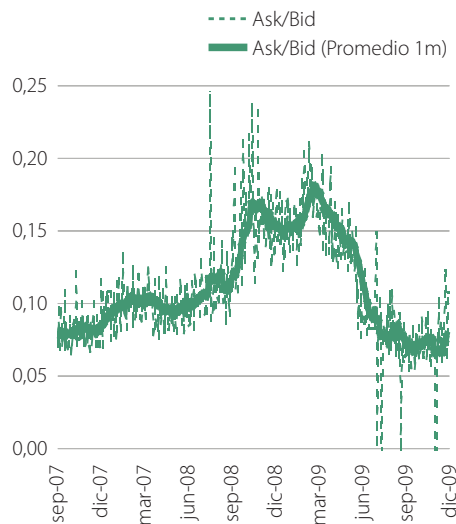
### Total y desglose sector financiero y no financiero



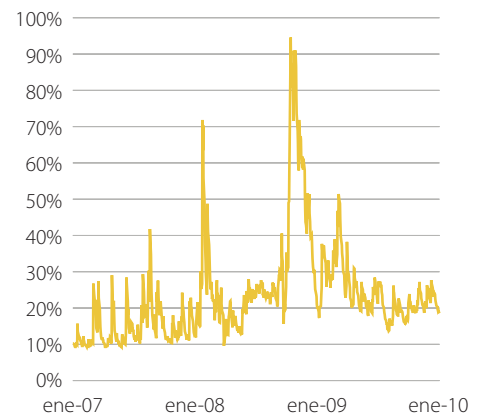
### Total y desglose en cantidades con negocio más y menos diversificado geográficamente<sup>1</sup>



### Liquidez (spread bid-ask, %)



### Volatilidad histórica<sup>2</sup>



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. (1) En el gráfico se definen como entidades con negocio más diversificado geográficamente aquellas cuyos ingresos procedentes del exterior superan el 50% de los ingresos totales. (2) Para estimar la volatilidad histórica del Ibex 35 se utiliza un modelo GARCH asimétrico. La ecuación especificada es:  $\ln(P_t / P_{t-1}) = \alpha + \beta v_t$  con varianza:  $\sigma_t^2 = \omega + \theta \cdot \varepsilon_{t-1}^2 + \beta \cdot \sigma_{t-1}^2 + \eta \cdot \varepsilon_{t-1}^2 \cdot [1 \cdot \varepsilon_{t-1} < 0] + u_t$ .



## 3.2 Tamaño del mercado

### 3.2.1 Capitalización bursátil

El valor de mercado de las empresas cotizadas en las bolsas españolas se situó en 549.803 millones de euros al cierre del ejercicio 2009, lo que supone un incremento del 21,1% con respecto a 2008. El aumento de los precios, señalado anteriormente, fue el principal factor determinante del incremento de la capitalización. Las empresas nacionales del mercado continuo concentraron el 99,2% de la capitalización total y las cotizadas en corros, el 0,7% (véase el cuadro 3.1).

#### Capitalización<sup>1</sup> de la renta variable en las bolsas españolas

CUADRO 3.1

Importe en millones de euros

	2006	2007	2008	2009	% var. 09/08
<b>Total bolsas</b>	<b>728.698,5</b>	<b>764.751,6</b>	<b>476.031,7</b>	<b>549.803,6</b>	<b>21,1</b>
Mercado continuo	711.116,4	756.786,3	470.426,1	545.465,0	16,0
Nacional	708.164,2	755.285,4	469.876,7	544.140,5	15,8
Extranjero <sup>2</sup>	2.952,2	1.501,0	549,4	1.324,5	141,1
Corros <sup>3</sup>	17.189,4	7.678,4	5.495,7	4.257,7	-22,6
de los que SICAV <sup>4</sup>	9.284,1	245,4	155,0	31,2	-81,6
Madrid	9.665,3	2.008,1	1.554,4	997,3	-35,8
Barcelona	6.285,8	4.657,8	3.609,8	3.431,9	-5,0
Bilbao	511,4	108,2	45,9	435,4	849,4
Valencia	1.653,6	1.229,3	786,1	559,2	-28,9
Segundo mercado	392,7	286,8	109,9	80,9	-26,4

Fuente: CNMV. (1) Se incluye únicamente la capitalización de empresas que hayan tenido negociación durante el año. No incluye Latibex, MAB ni ETF. (2) La capitalización de las empresas extranjeras cotizadas en las bolsas españolas se ha obtenido teniendo en cuenta el número de títulos que figura en Iberclear. (3) La capitalización de las empresas negociadas en corros en más de un mercado se recoge en cada uno de los mercados, con su precio correspondiente. En el total corros se recogen únicamente una vez. (4) Sólo incluye aquellas sociedades de inversión registradas como IIC admitidas en las bolsas.

Como se aprecia en el cuadro 3.2, en casi todos los sectores bursátiles se produjo un aumento de la capitalización, pero éste fue considerablemente mayor entre las empresas financieras (42,5%), lideradas por los bancos, que entre las no financieras (4,8%), reflejando la intensidad de la recuperación de los precios de las primeras a partir de la primavera. Entre los sectores con pérdidas en capitalización destacaron, en primer lugar, el inmobiliario, seguido de los de petróleo y energía y agua.

Las ratios de capitalización y contratación sobre el PIB de las bolsas españolas ponen de manifiesto que nuestro mercado sigue siendo uno de los más importantes en relación con el tamaño de la economía (véase cuadro 3.3). En el ámbito europeo, las ratios del mercado español sólo son superadas por la Bolsa de Londres y Euronext en capitalización y por la primera en contratación.

### Número de sociedades cotizadas y capitalización por sectores<sup>1</sup>

CUADRO 3.2

Importe en millones de euros

Sector	2008		2009		% var. 09/08
	2008	2009	2008	2009	
Petróleo	2	2	36.523,1	28.685,8	-21,5
Energía y agua	11	9	112.084,9	100.576,0	-10,3
Minería y metálicas básicas	9	9	4.622,3	6.119,7	32,4
Cementos y mat. construcción	5	5	2.535,2	2.644,0	4,3
Químicas	6	6	2.603,5	3.559,3	36,7
Textil y papeleras	20	20	24.194,2	32.149,4	32,9
Metal mecánica	17	17	9.299,00	12.964,2	39,4
Alimentación	14	13	7.180,4	6.826,5	-4,9
Construcción	7	8	25.221,7	29.717,8	17,8
Inmobiliarias	28	27	10.487,9	6.254,5	-40,4
Transportes y comunicaciones	6	5	90.680,5	108.365,8	19,5
Otros no financieros	22	24	15.138,4	18.936,4	25,1
<b>Total sector no financiero</b>	<b>147</b>	<b>145</b>	<b>340.571,0</b>	<b>356.798,9</b>	<b>4,8</b>
Bancos	11	10	114.506,5	168.489,8	47,1
Seguros	2	2	8.328,8	10.440,0	25,3
Sociedades de cartera	12	11	12.447,6	14.020,3	12,6
SICAV <sup>2</sup>	4	2	177,8	54,7	-69,2
Entidades de financiación	0	0	0	0	—
<b>Total sector financiero</b>	<b>29</b>	<b>25</b>	<b>135.460,8</b>	<b>193.004,8</b>	<b>42,5</b>
<b>Total</b>	<b>176</b>	<b>170</b>	<b>476.031,7</b>	<b>549.803,6</b>	<b>15,5</b>

Fuente: CNMV. (1) Se incluye únicamente la capitalización de empresas que hayan tenido negociación durante el año. No incluye Latibex, MAB ni ETF. (2) Sólo incluye aquellas sociedades de inversión registradas como IIC admitidas en las bolsas.

### Capitalización y contratación bursátil en relación al PIB nominal (%)

CUADRO 3.3

	Capitalización		Contratación	
	2008	2009	2008	2009
EE.UU. <sup>1</sup>	82,7	104,4	497,7	337,5
Nueva York	64,9	81,97	237,0	123,1
Tokio	64,0	67,3	114,8	81,2
Londres	65,9	104,3	228,5	126,9
Euronext <sup>2</sup>	47,1	63,84	99,8	43,9
Alemania	30,4	35,1	106,2	61,0
Italia	22,4	28,3	65,5	41,0
España	43,7	52,3	112,9	83,4

Fuente: World Federation of Exchanges, Fondo Monetario Internacional, CNMV e INE. (1) El numerador es la suma de NYSE, Nasdaq y American SE. Los datos de capitalización corresponden, para cada mercado, a la última sesión hábil del mes de diciembre. (2) El denominador es la suma de los PIB nominales de Francia, Holanda, Bélgica y Portugal.

### 3.2.2 Sociedades cotizadas

Mercados y emisores  
 Mercados de renta variable

Excluyendo las SICAV, a finales de 2009 había un total de 170 empresas cotizadas en las bolsas españolas, seis menos que en 2008, y el mercado continuo contaba con 133 sociedades, tres menos que al finalizar el año anterior. Dentro de este mercado, tan sólo se dio de alta una sociedad, mientras que hubo cuatro bajas. En el mercado de corros se produjeron una admisión y tres bajas, dos de ellas correspondientes a SICAV (véase cuadro 3.4).

#### Número de sociedades cotizadas en las bolsas españolas<sup>1</sup>

CUADRO 3.4

	Total bolsas		Mercado continuo			Corros		Segundo mercado
	Total	Ex SICAV	Total	Nacional	Extranjeras	Sin SICAV	SICAV	
Admitidas a 31/12/08	176	173	136	131	5	29	3	8
Admitidas a 31/12/09	170	169	133	128	5	29	1	7
<b>Altas en 2009</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>—</b>	<b>1</b>	<b>—</b>	<b>—</b>
Nuevas admisiones	2	2	1	1	—	1	—	—
Altas por fusión	—	—	—	—	—	—	—	—
Cambio de mercado	1	—	—	—	—	—	—	—
<b>Bajas en 2009</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>—</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>1</b>
Exclusiones	8	6	4	4	—	1	—	1
Exclusiones por fusión	—	0	—	—	—	—	—	—
Cambio de mercado	2	0	—	—	—	—	2	—
<b>Variación neta en 2009</b>	<b>-6</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>

Fuente: CNMV. (1) En los totales no se incluyen MAB, Latibex, ni ETF.

### 3.3 Admisiones, emisiones y ofertas públicas de venta (OPV)

A pesar de la recuperación parcial de las cotizaciones bursátiles, la incertidumbre reinante sobre la evolución de la economía y los mercados creó un marco poco propicio para las ampliaciones de capital y las salidas a bolsa durante el pasado ejercicio. En lo que se refiere a ampliaciones de capital, su importe se situó en 11.371 millones de euros, lo que supuso un descenso del 30,3% respecto al año anterior (véase cuadro 3.5). Las ampliaciones de capital con desembolso ascendieron a 7.800 millones de euros, lo que representó el 68,6% del total.

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

CUADRO 3.5

Importe efectivo en millones de euros

	2007	2008	2009	% var. 09/08
<b>Ampliaciones de capital</b>	<b>67.887,0</b>	<b>16.339,7</b>	<b>11.390,7</b>	<b>-30,3</b>
De las cuales OPS <sup>2</sup>	8.502,7	292,0	17,4	-94,0
Con tramo nacional	4.821,3	292,0	17,4	-94,0
Con tramo internacional	3.681,4	0,0	0,0	—
<b>Ofertas públicas de venta (OPV)</b>	<b>2.068,5</b>	<b>9,5</b>	<b>1,9</b>	<b>-79,6</b>
Del tramo nacional	1.517,1	9,5	1,9	-79,6
Del tramo internacional	551,4	0,0	0,0	—
<b>Total</b>	<b>69.955,5</b>	<b>16.349,2</b>	<b>11.409,9</b>	<b>-30,3</b>
<b>Pro memoria: salidas a bolsa</b>				
Mediante OPV u OPS <sup>2</sup>	10.571,2	301,5	19,3	-93,6
Otras <sup>3</sup>	74.207,1	—	879,2	—

Fuente: CNMV. (1) Sólo se incluyen las operaciones que llegaron a realizarse, no las registradas que no se llegaron a realizar. (2) Oferta pública de suscripción de derechos, previa renuncia de los accionistas a su derecho de suscripción preferente. (3) En 2007 incluye las admisiones de ArcelorMittal (ex Arcelor), Reyat Urbis, Martinsa-Fadesa y Vértice 360. En 2009, la admisión a negociación de todo el capital social del Grupo Empresarial San José, tras la fusión por absorción de Parquesol Inmuebles y Proyectos y otras sociedades del grupo Udra.

La ampliación de capital más importante del año, en cuanto a importe, fue la de Gas Natural (3.500 millones de euros), realizada en el contexto de la oferta pública de adquisición lanzada por esta compañía sobre Unión Fenosa.

En cuanto a las salidas a bolsa, se produjeron, tan sólo, tres operaciones, dos de las cuales correspondieron a empresas en expansión que pasaron a cotizar en el Mercado Alternativo Bursátil.

### 3.4 Negociación

#### 3.4.1 Negociación al contado

La contratación bursátil alcanzó un importe de 877 mil millones de euros en 2009, lo que supone un descenso del 28,6% respecto al año anterior. A diferencia de éste, la caída del importe contratado se produjo en un contexto de incremento de precios, lo que refleja claramente un descenso en el número de títulos intercambiados. El promedio diario de contratación fue significativamente elevado durante los primeros meses del año, coincidiendo con el periodo de mayor inestabilidad de las cotizaciones, pero disminuyó posteriormente, situándose, para el conjunto del ejercicio, en 3,4 millardos de euros (4,8 millardos en 2008). Los datos correspondientes a los primeros meses de 2010 muestran una recuperación de dicho promedio, que alcanzó los 3,7 millardos de euros entre el inicio del año y mediados de marzo.

#### Contratación de la renta variable en las bolsas españolas

CUADRO 3.6

Importes en millones de euros

	2005	2006	2007	2008	2009	% var. 09/08
<b>Total bolsas</b>	<b>853.588,1</b>	<b>1.149.930,3</b>	<b>1.654.702,1</b>	<b>1.228.631,5</b>	<b>877.149,3</b>	<b>-28,6</b>
<b>Mercado continuo</b>	<b>847.663,7</b>	<b>1.144.562,9</b>	<b>1.653.354,8</b>	<b>1.228.392,4</b>	<b>877.073,6</b>	<b>-28,6</b>
Nacional	832.548,6	1.133.012,6	1.645.855,5	1.226.985,3	872.323,1	-28,9
Extranjero	15.115,1	11.550,3	7.499,3	1.407,1	4.750,4	237,6
<b>Corros</b>	<b>5.898,5</b>	<b>5.318,1</b>	<b>1.154,4</b>	<b>207,5</b>	<b>72,6</b>	<b>-65,0</b>
Madrid	3.671,1	3.231,5	515,5	94,4	31,4	-66,8
Bilbao	241,7	403,1	5,2	0,1	1,1	1.050,1
Barcelona	1.560,2	1.192,3	444,4	107,0	32,3	-69,8
Valencia	425,5	491,3	189,3	6,0	7,8	30,67
<b>2.º Mercado</b>	<b>25,9</b>	<b>49,3</b>	<b>192,9</b>	<b>31,7</b>	<b>3,2</b>	<b>-90,0</b>
ETF	—	1.827,1	4.664,5	6.938,1	3.470,6	-50,0
Mdo. alternativo bursátil	—	1.814,2	6.985,2	7.060,3	5.080,1	-28,1
Latibex	556,7	723,3	868,2	757,8	434,7	-42,6

Fuente: CNMV.

Como se aprecia en el cuadro 3.6, casi toda la negociación bursátil de renta variable (99,9%) se realizó en el mercado continuo. Dentro de este mercado, la mayoría de la contratación se produjo en la modalidad de sesión, fundamentalmente a través de órdenes y operativa de bloques. La segunda modalidad, diseñada para operaciones de gran tamaño, fue especialmente utilizada por grandes inversores institucionales extranjeros. Como se observa en el cuadro 3.7, en 2009 la modalidad de bloques registró un descenso reducido del importe negociado en comparación con las de órdenes o aplicaciones.

Con mayor intensidad que en años anteriores, durante el último ejercicio la negociación en el mercado continuo tendió a concentrarse en los grandes valores. En esta

ocasión, los cinco valores más líquidos del mercado acapararon el 75% de la contratación. En 2008 ese porcentaje se alcanzó con los nueve valores más líquidos.

### Contratación según modalidades en el mercado continuo<sup>1</sup>

CUADRO 3.7

Importes en millones de euros

	2005	2006	2007	2008	2009	% var. 09/08
En sesión	798.934,5	1.080.120,5	1.577.249,5	1.180.835,9	833.854,9	-29,4
Órdenes	488.416,3	658.891,1	985.087,6	774.718,1	499.182,8	-35,6
Aplicaciones	82.403,1	105.899,4	155.085,1	105.673,9	51.335,8	-51,4
Bloques	228.115,1	315.330,1	437.076,8	300.443,9	283.336,3	-5,7
Fuera de hora	27.863,0	11.648,8	18.301,5	10.175,2	5.996,6	-41,1
Otras modalidades	20.866,2	52.793,6	57.803,9	37.381,4	37.222,1	-0,4

Fuente: CNMV. (1) No incluye datos para Latibex, MAB ni ETF.

### 3.4.2 Crédito para operaciones bursátiles y préstamo de valores

La legislación española permite conceder créditos y realizar préstamos de títulos para la venta de valores, así como crédito en efectivo para las compras. La operativa conocida como crédito al mercado, que incluye tanto crédito en valores como crédito en efectivo, es utilizada normalmente por los inversores minoristas y se circunscribe a los valores del Ibex 35. La operativa conocida como préstamo de valores es utilizada, sobre todo, por inversores institucionales y abarca un conjunto de valores más amplio, incluidos los valores cotizados en Latibex y los fondos de inversión cotizados.

Las compras a crédito volvieron a reducirse en 2009 significativamente, por tercer año consecutivo, pese a la revalorización de los precios durante el ejercicio. Como se aprecia en el cuadro 3.8, el importe de la contratación a crédito durante el ejercicio (106,4 millones de euros) se situó en un nivel ligeramente superior a la cuarta parte del importe alcanzado en 2007, año de inicio de la crisis financiera.

### Crédito para compra de valores<sup>1</sup>

CUADRO 3.8

Importes en millones de euros

	Saldos vivos	Contratación
2005	52,3	465,0
2006	70,1	511,9
2007	59,4	411,3
2008	7,0	154,7
2009	5,6	106,4

Fuente: CNMV. (1) Operaciones realizadas al amparo de la Orden de 25/03/1991, sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado.

En cuanto a las operaciones de venta, la evolución de la modalidad principal, el préstamo de valores, puso de manifiesto el menor atractivo de estas operaciones en el contexto alcista predominante a partir de marzo. La contratación en préstamo de valores se situó en 471 millardos de euros, un 19,3% menos que en 2008. Las ventas bajo la modalidad de crédito al mercado, mucho menos importantes en cuanto a magnitud, siguieron una trayectoria inversa, al pasar de 624,9 millones de euros en 2008 a 704,3 millones en 2009.

## Crédito para venta de valores y préstamo de valores

CUADRO 3.9

Importes en millones de euros

	Venta de valores <sup>1</sup>		Préstamo de valores <sup>2</sup>	
	Saldo vivo	Contratación	Saldo vivo <sup>3</sup>	Contratación
2005	28,5	152,2	66.737,5	393.964,1
2006	73,6	379,9	62.058,2	550.850,4
2007	112,4	555,4	79.532,9	835.326,9
2008	20,7	624,9	43.647,8	583.950,8
2009	21,1	704,3	47.322,2	471.007,1

Fuente: CNMV. (1) Operaciones realizadas al amparo de la Orden de 25/03/1991, sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado. (2) Reguladas en la Ley del Mercado de Valores, artículo 36.7, y la Orden ECO/764/2004. (3) Saldo total menos el importe represtado.

### 3.5 Ofertas públicas de adquisición de valores (opas)

Como se aprecia en el cuadro 3.10, el número de opas tramitadas por la CNMV volvió a descender, pero su importe total aumentó notablemente respecto a 2008, debido al peso de una operación específica (la de Unión Fenosa). Todas las ofertas presentadas fueron admitidas a trámite y autorizadas (véase el apartado 1.1 del capítulo 3 de este informe, referido a la supervisión de las opas).

Atendiendo a su importe, destacó la operación de Gas Natural sobre Unión Fenosa, con un volumen efectivo potencial próximo a los 16.500 millones de euros. De esta cifra, se realizó un importe próximo a 15.700 millones de euros, distribuido entre las operaciones previamente acordadas por el oferente con algunos accionistas de la sociedad afectada (cerca de 10 mil millones de euros) y el resultado propiamente dicho de la opa (5,7 mil millones de euros).

La operación referida sobre Unión Fenosa y la realizada sobre Itínere Infraestructuras fueron las únicas, entre las presentadas, que tuvieron por objeto un genuino cambio de control. Tanto en una como en otra, los oferentes habían alcanzado acuerdos con algunos accionistas de la sociedad afectada para que éstos transmitieran sus acciones. En la operación sobre Unión Fenosa, la estructura de la operación determinó el carácter obligatorio de la opa, al adquirir el oferente previamente una participación de control. Por el contrario, en la operación sobre Itínere Infraestructuras, la participación de control se alcanzó en la propia opa. Las dos compañías afectadas fueron posteriormente excluidas de negociación en bolsa, en el caso de Unión Fenosa, como consecuencia de su absorción por la sociedad oferente, y en el de Itínere Infraestructuras, a solicitud del emisor, mediante una orden de compra de las acciones al mismo precio que el de la oferta. En este último caso, se aplicó una de las excepciones a la opa de exclusión establecidas en la normativa.

Respecto a las tres operaciones restantes, dos de ellas consistieron en ofertas de exclusión, la de Aguas de Valencia y la de Federico Paternina. La quinta operación fue la realizada por Corporación Dermoestética para reducir el capital mediante la adquisición de un número máximo de acciones propias.

Las cinco ofertas se formularon con contraprestación en efectivo, cumpliéndose en todas ellas las reglas de precio equitativo definidas reglamentariamente. Ninguna de las ofertas reunió las condiciones para la realización de compraventas forzosas (véase el anexo I.9 para una mayor información sobre las opas presentadas en 2009).

**Ofertas públicas de adquisición de valores**

CUADRO 3.10

Mercados y emisores

Mercados de renta variable

Importes en millones de euros

	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Autorizadas<sup>1</sup></b>					
Número	13	21	16	6	5
Importe potencial	7.511	62.615	48.939	3.658	9.952
Importe potencial más acuerdos previos de adquisición <sup>2</sup>	—	—	49.215	3.781	18.516
<b>Realizadas<sup>3</sup></b>					
Número	9	16	16	6	5
Importe	6.822	18.997	43.179	3.319	7.201
Importe más acuerdos previos de adquisición <sup>2</sup>	—	—	43.455	3.442	17.605

Fuente: CNMV. (1) Autorizadas en el ejercicio. (2) Importe de las opas más volumen efectivo de las adquisiciones acordadas previamente en la operación. Hasta 2006, ambas cifras coinciden porque el lanzamiento de las opas era obligatorio a priori, es decir, tenía que formularse antes de alcanzar la participación de control. (3) Todas las autorizadas en el ejercicio, aunque finalicen en el siguiente, sin incluir las de resultado negativo o desistimiento.

**3.6 Sistemas organizados de negociación****3.6.1 Latibex**

Las cotizaciones en Latibex, el mercado en euros para valores latinoamericanos, siguieron una pauta descendente durante los tres primeros meses del año, para recuperarse fuertemente a partir de ese momento. Los índices representativos Latibex experimentaron una ganancia anual superior al 70%, que reflejaba no sólo la recuperación global de los mercados de renta variable, sino también las previsiones de recuperación específicas en las economías con mayor número de valores cotizados en este mercado (Brasil y México).

Como en otros mercados de renta variable, la recuperación de las cotizaciones no impidió un fuerte descenso de la contratación, que se situó en 434,7 millones de euros, un 42,6% menos que el año anterior. Al finalizar el ejercicio, Latibex contaba con 33 empresas cotizadas, habiéndose producido durante el año dos incorporaciones y tres exclusiones. La capitalización total ascendía a 573,8 millardos de euros a 31 de diciembre de 2009, casi el doble que el año anterior.

**Sociedades cotizadas en Latibex por países**

CUADRO 3.11

Importes en millones de euros

País	N. de empresas		Capitalización			Contratación		
	2008	2009	2008	2009	% var.	2008	2009	% var.
Argentina	2	2	946,2	1.277,4	35,0	0,6	0,5	-3,2
Brasil	15	13	145.536,2	311.978,4	114,4	517,3	315,5	-39,0
Chile	4	4	17.451,0	27.421,5	57,1	56,4	26,8	-52,5
Costa Rica	0	0	0,0	0,0	—	0,0	0,0	—
México	10	12	122.718,2	231.758,1	88,9	160,6	82,5	-48,6
Panamá	0	0	0,0	0,0	—	0,0	0,0	—
Perú	1	1	165,2	1.000,2	505,6	13,9	4,1	-70,8
Puerto Rico	1	1	372,2	394,6	6,0	8,9	5,3	-40,7
Venezuela	0	0	0,0	0,0	—	0,0	0,0	—
<b>Total</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>287.188,9</b>	<b>573.830,1</b>	<b>99,8</b>	<b>757,7</b>	<b>434,7</b>	<b>-42,6</b>

Fuente: CNMV.

### 3.6.2 Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

La contratación total del Mercado Alternativo Bursátil durante 2009 alcanzó un importe de 5.080 millones de euros, cifra inferior en un 28% a la del año anterior. Prácticamente la totalidad de la contratación del MAB correspondió al segmento de SICAV, cuyas sociedades alcanzaron un valor de mercado de 26.282 millones de euros al finalizar el año, un 6,8% más que en 2008.

Cabe destacar, como novedad, la incorporación de dos compañías en el segmento de empresas en expansión. Se trata de Zinkia e Imaginarium, cuya salida a cotización supuso una captación de recursos de siete y doce millones de euros, respectivamente. También cabe reseñar la introducción en este segmento de dos figuras novedosas: el asesor registrado, cuya misión es asistir a las empresas en el cumplimiento de sus obligaciones con el MAB, y el proveedor de liquidez, que ayuda a buscar contrapartida en las operaciones de compraventa.

### 3.7 Fondos de inversión cotizados (ETF)

Los fondos de inversión cotizados cumplieron su tercer año en el mercado español. Desde su lanzamiento, han crecido tanto el número de fondos como el patrimonio gestionado, aunque el número de gestoras sigue siendo reducido. Al finalizar el ejercicio, había 32 fondos cotizados, todos ellos pertenecientes a las gestoras de los grupos BBVA y Société Générale, con una amplia gama de índices subyacentes en términos de países, sectores, valores y estrategias. En julio se inició la negociación del primer ETF inverso sobre el Ibex 35.

El patrimonio de los fondos cotizados en el SIBE ascendía a 13.863 millones de euros a finales de 2009, lo que supuso un incremento del 30% respecto a 2008. La mayor parte de este importe corresponde a los fondos gestionados por Lyxor, del grupo Société Générale, que también están admitidos en otros mercados europeos.

En cuanto a la contratación, ésta ascendió a 3.470 millones de euros, un 50% menos que el año anterior. Los dos fondos con mayor volumen de negociación fueron Acción DJ EUROSTOXX 50 y AFI Monetario Euro, ambos del BBVA, que concentraron el 19% y el 12% del total, respectivamente. Cinco fondos concentraron el 65,5% de la contratación total.



### 4.1 Panorama general

La crisis económica y financiera volvió a afectar de modo significativo a la actividad en los mercados de renta fija en 2009. Las emisiones del sector privado, donde las instituciones financieras tienen un marcado protagonismo, descendieron de forma notable, como se aprecia en el cuadro 4.1. En comparación con el año anterior, también se produjeron cambios en los tipos de activos emitidos por los emisores españoles. En concreto, se observó un descenso de las emisiones de bonos de titulización y de pagarés corporativos, que fueron sustituidos, en gran medida, por un aumento en la emisión de bonos simples, en algunos casos avalados por el Estado. También hubo un aumento considerable en la emisión de bonos convertibles y de participaciones preferentes, debido al deseo de varias entidades de crédito de aumentar su ratio de solvencia.

En contraste con la renta fija privada, las emisiones de deuda pública experimentaron un fuerte crecimiento, impulsado, fundamentalmente, por la actividad emisora de la Administración Central del Estado.

#### Emisiones brutas y saldos vivos: distribución por emisores CUADRO 4.1

Importes nominales en millones de euros

	Importe <sup>1</sup>		Variación (%)		Pro memoria: zona del euro	
	2008	2009	08/07	09/08	2009	% var. 09/08
<b>Emisiones brutas</b>	<b>713.317</b>	<b>785.765</b>	<b>-12,3</b>	<b>10,2</b>	<b>13.484.805</b>	<b>-4,5</b>
Administraciones Públicas	124.475	248.016	107,0	99,2	2.915.891	30,7
Instituciones financieras	579.324	526.635	-22,1	-9,1	9.552.200	-10,7
Sociedades no financieras	9.518	11.114	3,2	16,8	1.016.714	-15,0
<b>Emisiones netas</b>	<b>131.009</b>	<b>193.871</b>	<b>-41,1</b>	<b>48,0</b>	<b>1.071.287</b>	<b>-6,1</b>
Administraciones Públicas	51.580	127.753	—	147,7	590.000	49,7
Instituciones financieras	77.565	65.390	-65,5	-15,7	384.895	-44,7
Sociedades no financieras	1.865	728	-8,0	-61,0	96.392	88,3
<b>Saldos vivos</b>	<b>1.420.445</b>	<b>1.615.164</b>	<b>10,0</b>	<b>13,7</b>	<b>15.030.899</b>	<b>14,1</b>
Administraciones Públicas	390.102	517.650	15,4	32,7	5.882.877	11,5
Instituciones financieras	1.014.886	1.081.325	8,0	6,5	8.348.747	16,0
Sociedades no financieras	15.456	16.189	13,5	4,7	799.274	14,1

Fuente: Banco de España, CNMV y BCE. (1) Incluye emisiones efectuadas dentro y fuera de España.

En los mercados secundarios, el mercado de deuda pública en anotaciones fue, de nuevo, el más importante en cuanto al volumen negociado. Dentro de este mercado, el segmento de corto plazo (letras del Tesoro) experimentó un fuerte crecimiento tanto en las operaciones a vencimiento como en repos y operaciones simultáneas, poniendo de manifiesto la preferencia de los inversores por activos muy líquidos y de elevada calidad crediticia. En cambio, la contratación en el segmento de largo plazo (bonos y obligaciones del Estado) experimentó un significativo retroceso.

En los mercados secundarios de renta fija privada cabe destacar, sobre todo, el fuerte aumento de la contratación de operaciones simultáneas en AIAF, como consecuencia, en gran medida, de las operaciones realizadas por el Tesoro en dicho mercado, concentradas en el segmento de los bonos de titulización. Por el contrario, la contratación en los otros dos tipos de operaciones, a vencimiento y repos, disminuyó. En cuanto al mercado bursátil, el volumen de contratación siguió siendo reducido en comparación con AIAF, concentrándose casi toda la actividad en la Bolsa de Barcelona y, dentro de ésta, en la negociación de deuda autonómica catalana.

## 4.2 Deuda pública

### 4.2.1 Mercado primario

Las emisiones brutas de las Administraciones Públicas alcanzaron un importe de 248.016 millones de euros en 2009, más del doble que el año anterior (véase cuadro 4.1). El grueso del aumento provino de la Administración Central del Estado, cuyas emisiones pasaron de 115.181 millones de euros en 2008 a 228.341 millones en 2009. Las emisiones brutas de las Comunidades Autónomas aumentaron un 115,9%, hasta alcanzar los 19.623 millones de euros.

Como se indica en el capítulo 1, las Administraciones Públicas incurrieron, en 2009, en un déficit equivalente al 11,2% del PIB. Este déficit dio lugar a una emisión neta de 127.753 millones de euros, el 26% en emisiones a corto plazo y el restante 74% en emisiones a largo plazo. Dentro de las Administraciones Públicas, la emisión neta de la Administración Central del Estado supuso el 93,4% del total (para mayor detalle, véanse los anexos II.11 y II.12).

### 4.2.2 Mercado secundario

Como se ha indicado anteriormente, el mercado de deuda pública anotada siguió siendo, por volumen negociado, el mayor de los mercados organizados de renta fija españoles. Como muestran los datos del cuadro 4.2, la contratación total del mercado de deuda pública anotada registró en 2009 un descenso del 7,1% respecto a 2008. En este contexto, las letras del Tesoro y los bonos y obligaciones evolucionaron en sentido contrario: mientras que la negociación de las primeras aumentó el 39,1%, la de los segundos disminuyó el 12,9%.

El aumento en la negociación de letras del Tesoro se explica, sobre todo, por la mayor preferencia de los inversores hacia activos a corto plazo de máxima calidad crediticia. La negociación de bonos y obligaciones acusó, en mayor medida, el aumento en la percepción del riesgo soberano, con especial intensidad durante

el primer y el último trimestre del año, coincidiendo con notables incrementos en las primas de riesgo soberano negociadas en los mercados de CDS (véase gráfico 4.1) y con una significativa ampliación del diferencial de rentabilidad respecto a la deuda alemana.

**Mercados y emisores**  
 **Mercados de renta fija**

### Contratación en el mercado de deuda anotada

CUADRO 4.2

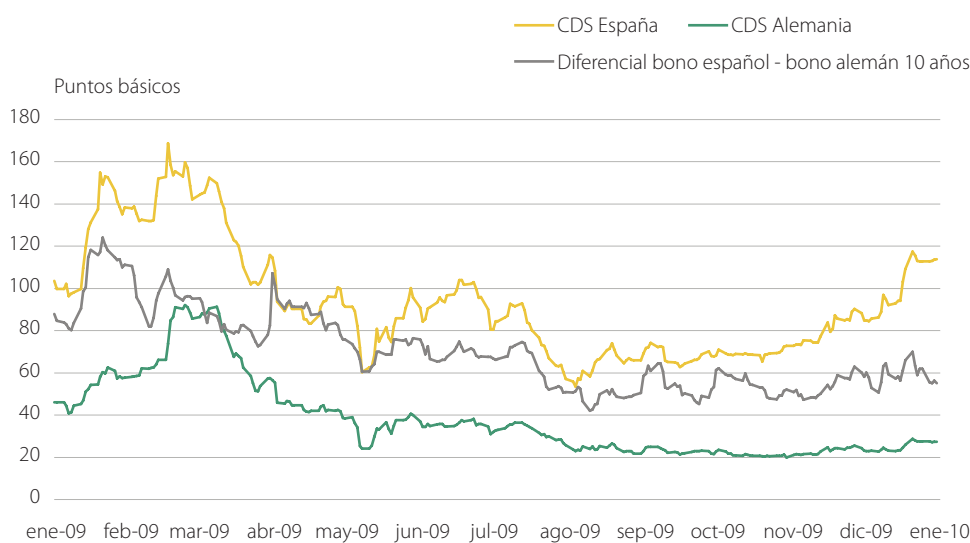
Importes en millones de euros

	2005	2006	2007	2008	2009	% var. 09/08
<b>Letras</b>	<b>2.230.370</b>	<b>1.695.552</b>	<b>1.594.556</b>	<b>2.222.278</b>	<b>3.091.844</b>	<b>39,1</b>
A vencimiento	116.478	93.332	57.925	115.312	202.589	75,7
Contado	116.087	92.831	57.363	114.611	197.502	72,3
Plazo	390	501	561	701	5.087	625,7
Pacto de recompra	1.709.753	1.185.339	1.230.166	1.635.437	2.107.507	28,9
Simultáneas	404.139	416.881	306.466	471.529	781.748	65,8
<b>Bonos y obligaciones</b>	<b>19.989.574</b>	<b>20.919.806</b>	<b>21.069.771</b>	<b>17.722.218</b>	<b>15.430.615</b>	<b>-12,9</b>
A vencimiento	2.531.614	3.137.244	3.413.112	2.351.993	2.417.266	2,8
Contado	2.222.121	2.810.314	3.120.022	2.087.519	2.272.782	8,9
Plazo	309.494	326.931	293.090	264.474	144.484	-45,4
Pacto de recompra	9.700.501	9.850.419	9.741.672	8.474.523	6.537.836	-22,9
Simultáneas	7.757.459	7.932.144	7.914.986	6.895.703	6.475.513	-6,1
<b>Total</b>	<b>22.219.944</b>	<b>22.615.358</b>	<b>22.664.327</b>	<b>19.944.496</b>	<b>18.522.459</b>	<b>-7,1</b>

Fuente: Banco de España.

### Primas de CDS a cinco años sobre deuda soberana

GRÁFICO 4.1



Fuente: Markit y Thomson Datastream.

En los anexos II.13 y II.14 se ofrece un mayor detalle de la evolución de la contratación en el mercado de deuda pública anotada.

## 4.3 Renta fija privada

### 4.3.1 Mercado primario

Las emisiones brutas de renta fija privada efectuadas por emisores españoles alcanzaron un importe de 537.749 millones de euros en 2009, lo que supone un descenso del 8,7% respecto a 2008 (véase cuadro 4.1). Este descenso se concentró exclusivamente en las emisiones realizadas en España, que representaron el 72% del total y experimentaron una caída del 18,6%, mientras que las realizadas en el exterior aumentaron el 33,2%. Como en años anteriores, la mayor parte del importe emitido correspondió a emisiones a corto plazo (pagarés de empresa). Sin embargo, las emisiones a largo plazo incrementaron su peso en el total, al pasar del 34,7% del importe total en 2008 al 45,2% en 2009. En cuanto a los emisores, la mayor parte eran entidades del sector financiero.

Como se aprecia en el cuadro 4.3, en el que se detallan las emisiones registradas en la CNMV, tanto las emisiones de pagarés de empresa como las de bonos de titulización experimentaron descensos significativos. La importancia relativa de estas emisiones en el conjunto de emisiones de renta fija registradas en la CNMV se redujo de forma notable, situándose en el 49,4% (65,5% en 2008) para los pagarés de empresa y en el 21,1% (28,3% en 2008) para los bonos de titulización, cuya evolución se comenta más adelante. En el caso de los pagarés de empresa, el descenso tuvo su origen, principalmente, en la menor emisión efectuada por parte de las entidades de crédito, que incrementaron sus emisiones en el exterior de este tipo de instrumento (véase cuadro 4.4) y recurrieron, en mayor medida, al Eurosistema para financiarse a corto plazo<sup>1</sup>.

**Emisiones brutas registradas en la CNMV: detalle por instrumentos** CUADRO 4.3

Importes nominales en millones de euros					
	2005	2006	2007	2008	2009
<b>A largo plazo</b>	<b>149.894</b>	<b>188.674</b>	<b>206.323</b>	<b>164.537</b>	<b>196.134</b>
Bonos y obligaciones no convertibles	41.907	46.688	27.416	10.490	62.249
De deuda subordinada	3.165	6.555	2.381	1.545	5.831
Bonos y obligaciones convertibles	163	68	0	1.429	3.200
Cédulas hipotecarias	35.560	44.250	24.696	14.300	35.574
Cédulas territoriales	1.775	5.150	5.060	1.820	500
Bonos de titulización	69.044	91.608	141.627	135.253	81.651
De activos (BTA)	62.194	87.308	136.887	134.453	80.835
Hipotecarios (BTH)	6.850	4.300	4.740	800	817
Participaciones preferentes	1.356	911	225	1.246	12.960
Otras emisiones	89	0	7.300	0	0
<b>A corto plazo<sup>1</sup></b>	<b>264.360</b>	<b>334.457</b>	<b>442.434</b>	<b>311.738</b>	<b>191.342</b>
Pagarés de empresa	264.360	334.457	442.434	311.738	191.342
De titulización de activos	2.767	1.993	465	2.843	4.758
<b>Total</b>	<b>414.254</b>	<b>523.131</b>	<b>648.757</b>	<b>476.276</b>	<b>387.476</b>

Fuente: CNMV. (1) Las cifras de emisión de pagarés corresponden a los importes colocados.

1. La financiación neta del BCE a las entidades de crédito españolas pasó de 63.597 millones al final de 2008 a 77.318 al final de 2009. La financiación neta del BCE a las entidades de crédito españolas tuvo una tendencia creciente a lo largo de todo el año.

En cuanto al resto de instrumentos, resultó significativo el aumento de las emisiones de bonos y obligaciones no convertibles, así como de cédulas hipotecarias y de participaciones preferentes. En el caso de las emisiones de bonos y obligaciones no convertibles, su peso en el total registrado en la CNMV aumentó del 6% en 2008 al 16% en 2009. A este incremento contribuyeron, fundamentalmente, las emisiones de las entidades de crédito avaladas por el Estado. En concreto, durante 2009 se emitieron 47.858 millones de euros en bonos y obligaciones simples avalados por el Estado, lo que representó el 76,8% de las emisiones totales de bonos y obligaciones no convertibles.

En el caso de las cédulas hipotecarias, el aumento de las emisiones reflejó una valoración más favorable de este instrumento por parte de los inversores, en términos comparativos, con respecto a los bonos de titulización, que acusaron con mayor intensidad la retirada de la confianza inversora en los productos más complejos. También ha influido algo, en este sentido, la puesta en marcha en junio de 2009 de un programa extraordinario de compra de bonos garantizados, incluyendo cédulas hipotecarias, por parte del Banco Central Europeo, dotado con 60 mil millones de euros. Por su parte, el incremento de la emisión de bonos convertibles y de participaciones preferentes respondió a la necesidad de las entidades de crédito de mejorar sus ratios de solvencia.

Los cuadros 16, 17 y 18 del anexo II ofrecen un mayor detalle de las emisiones de renta fija privada registradas en la CNMV.

### Las emisiones de titulización

Como ya sucedió en 2008, las emisiones de titulización efectuadas en 2009 fueron adquiridas, en su gran mayoría, por las entidades financieras cedentes, con la finalidad de acumular activos susceptibles de ser utilizados como garantía en las operaciones de financiación del Eurosistema. Además, las entidades financieras también pudieron obtener recursos mediante la venta de estos activos al Fondo de Adquisición de Activos Financieros<sup>2</sup>.

En 2009, el importe de las emisiones de bonos de titulización fue de 81.651 millones de euros, lo que supone un descenso del 39,6% respecto a la cifra de 2008. La caída fue propiciada, en gran medida, por un incremento sustancial del descuento (*haircut*) que el BCE empezó a aplicar a las entidades de crédito que aportaban este tipo de instrumentos para obtener liquidez<sup>3</sup>. A esto se unió la posibilidad, por parte de las entidades de crédito, de sustituir este tipo de emisiones por la emisión de bonos simples con el aval del Estado.

Como se aprecia en el cuadro 4.3, la actividad emisora en bonos de titulización fue más elevada en el primer periodo del año, periodo en el que se recrudecieron notablemente las dificultades de financiación de las entidades de crédito, como consecuencia de la percepción de un elevado riesgo sistémico tras la quiebra de Lehman Brothers y la intervención de diversas entidades en Estados Unidos y Europa a finales de 2008.

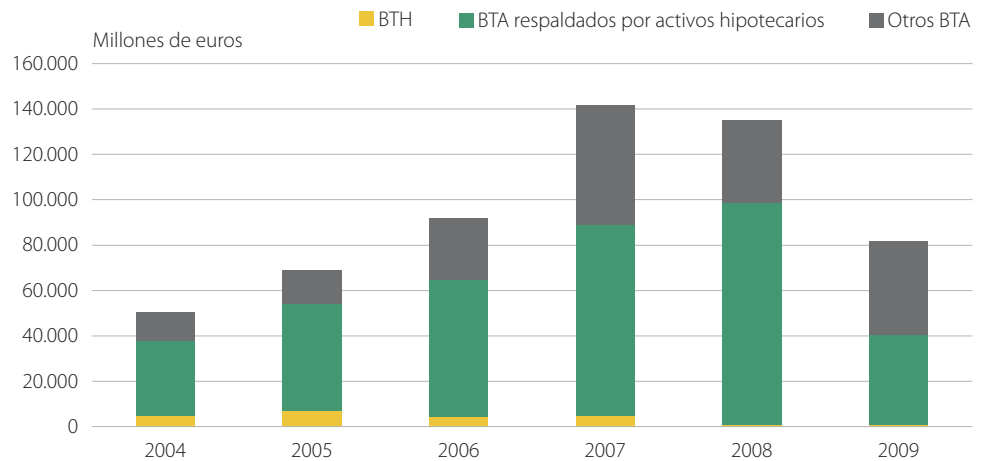
2. El Fondo de Adquisición de Activos Financieros (FAAF) es un fondo creado por el Real Decreto-Ley 6/2008 y desarrollado en la Orden EHA/3118/2008. El FAAF es un fondo sin personalidad jurídica adscrito al Ministerio de Economía y Hacienda. Este fondo se dotó inicialmente con 30.000 millones de euros, ampliables a 50.000 millones. El objetivo de este fondo es la compra de activos financieros de la máxima calidad, según criterios de objetividad, seguridad, transparencia, eficiencia, rentabilidad y diversificación.

3. En febrero, los descuentos pasaron del 2% de su precio de mercado al 12%. A los activos que no tienen precio de mercado se les aplica una penalización adicional del 5%, al igual que a los bonos bancarios no asegurados.

Atendiendo a los activos titulizados, las emisiones más importantes continuaron siendo las respaldadas por activos hipotecarios, si bien su peso en el total descendió del 72,4% en 2008 al 49,7% en 2009 (véase anexo II.20 y gráfico 4.2). Los cuadros 19 y 20 del anexo II ofrecen información adicional sobre las emisiones de bonos de titulización registradas en la CNMV.

### Evolución de las emisiones de titulización registradas en la CNMV

GRÁFICO 4.2



Fuente: CNMV.

### Emisiones en el exterior

Las emisiones de renta fija en el exterior de las entidades españolas aumentaron un 33,2% respecto al año anterior, situándose en 149.686 millones de euros. Se mantuvo, de este modo, la tendencia ascendente de la actividad emisora en el exterior observada durante los últimos años. Tanto las emisiones a largo plazo como las de corto plazo crecieron, las primeras un 18,4% y las segundas un 41,4%. En este contexto, hay que destacar que, por primera vez desde 2005, las emisiones de bonos y obligaciones en el exterior fueron inferiores a las realizadas en territorio nacional, debido, fundamentalmente, a la posibilidad de contar con avales del Estado en las emisiones de estos instrumentos efectuadas en territorio nacional.

### Emisiones brutas de renta fija privada de emisores españoles en el exterior

CUADRO 4.4

Importes nominales en millones de euros

	2005	2006	2007	2008	2009	% var. 09/08
<b>A largo plazo</b>	<b>44.159</b>	<b>73.257</b>	<b>65.629</b>	<b>39.894</b>	<b>47.230</b>	<b>18,4</b>
Participaciones preferentes	2.165	1.504	2.581	0	3.765	—
Obligaciones subordinadas	1.487	5.758	8.984	70	2.061	2.844,1
Bonos y obligaciones	39.308	64.292	53.327	39.360	41.404	5,2
Bonos de titulización	1.199	1.703	736	464	0	—
<b>A corto plazo</b>	<b>15.021</b>	<b>25.718</b>	<b>38.003</b>	<b>72.472</b>	<b>102.456</b>	<b>41,4</b>
Pagarés de empresa	15.021	25.718	38.003	72.472	102.456	41,4
de titulización de activos	12.367	16.517	12.119	425	108	-74,5
<b>Total</b>	<b>59.180</b>	<b>98.975</b>	<b>103.631</b>	<b>112.366</b>	<b>149.686</b>	<b>33,2</b>

Fuente: Banco de España.

Las emisiones de las entidades financieras concentraron el 90% del importe total de las emisiones brutas en el exterior. En particular, las filiales del Banco de Santander concentraron el 39,2% de ellas. Dentro de las empresas no financieras, destacaron Telefónica, Gas Natural e Iberdrola, que emitieron el 4,8%, el 2,8% y el 2,2% del total, respectivamente.

### 4.3.2 Mercado secundario

España cuenta con dos mercados secundarios oficiales de renta fija privada: AIAF y las bolsas de valores. La distribución y evolución del número de emisores y emisiones y el saldo vivo admitidos a negociación en cada uno de los mercados indicados está recogido en los cuadros 4.5 y 4.6, respectivamente. Como se advierte al comparar estos cuadros, la mayor parte de las emisiones cotizadas se negocian en AIAF, cuyo saldo vivo supuso el 96% del total al cierre del ejercicio 2009.

#### Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija en AIAF CUADRO 4.5

Importes nominales en millones de euros

	N.º de emisores		N.º emisiones		Saldo vivo		% var.
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	09/08
Pagarés de empresa	72	67	2.489	1.507	71.762	41.647	-41
Bonos y obligaciones	523	581	1.964	2.336	567.321	626.902	10,5
bonos de titulización	383	442	1.436	1.629	422.011	442.831	4,9
Cédulas hipotecarias	22	29	146	202	162.466	185.344	14,1
Cédulas territoriales	11	11	26	25	17.030	16.030	-5,9
Bonos matador	12	12	14	14	1.059	1.059	0
<b>Total</b>	<b>556</b>	<b>612</b>	<b>4.639</b>	<b>4.084</b>	<b>819.638</b>	<b>870.981</b>	<b>6,26</b>

Fuente: AIAF y elaboración propia.

#### Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija en bolsa CUADRO 4.6

Importes nominales en millones de euros

	N.º de emisores		N.º emisiones		Saldo vivo		% var.
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	09/08
<b>Total<sup>1</sup></b>	<b>58</b>	<b>62</b>	<b>271</b>	<b>269</b>	<b>29.143</b>	<b>36.300</b>	<b>24,6</b>
Deuda CC.AA.	3	3	82	76	9.973	12.338	23,7
Otros	55	59	189	193	19.170	23.961	25,0
Bolsa de Barcelona	49	52	214	216	20.459	30.942	51,2
Bolsa de Bilbao	31	32	71	65	2.094	9.570	357,1
Bolsa de Madrid	26	27	63	56	8.678	13.056	50,5
Bolsa de Valencia	30	32	112	100	2.847	10.400	265,3

Fuente: Bolsas de valores y elaboración propia. (1) No incluye deuda anotada.

El crecimiento del saldo vivo en AIAF, del 6,3% en 2009, fue menor que en el año anterior debido al descenso de las emisiones en el mercado primario. Las emisiones respaldadas por activos (bonos de titulización, cédulas hipotecarias y cédulas territoriales) concentraban el 95,1% del saldo vivo de AIAF. En cuanto al saldo vivo de

las emisiones admitidas a cotización bursátil, el incremento que se aprecia en el cuadro 4.5 refleja el aumento de la deuda pública de las Comunidades Autónomas y la admisión a cotización de bonos convertibles, emitidos principalmente por entidades de crédito.

En conjunto, la negociación de renta fija privada en AIAF y las bolsas alcanzó un importe de 4,7 billones de euros. El 98,4% de este importe correspondió a AIAF, donde la negociación aumentó el 84,8%. Sin embargo, este incremento se concentró, exclusivamente, en el segmento de operaciones simultáneas con bonos y obligaciones, destacando especialmente las operaciones en las que el Tesoro intervino como contraparte. Estas operaciones, con vencimiento a uno o dos días, alcanzaron un importe de 3,2 billones de euros, lo que supone más del 80% del importe total negociado en operaciones simultáneas.

### Contratación total en AIAF

CUADRO 4.7

Importes nominales en millones de euros

	2005	2006	2007	2008	2009	% var. 09/08
<b>Total</b>	<b>877.812</b>	<b>910.494</b>	<b>1.127.478</b>	<b>2.521.040</b>	<b>4.658.633</b>	<b>84,8</b>
<b>Por tipo de activo</b>						
Pagarés	408.185	489.069	568.010	591.944	533.331	-9,9
Bonos y obligaciones	404.410	344.698	469.533	1.788.946	3.854.898	115,5
bonos de titulización	313.778	257.629	378.005	1.704.342	3.527.486	107,0
Cédulas hipotecarias	60.061	70.113	80.811	129.995	263.150	102,4
Cédulas territoriales	2.740	3.659	7.750	10.142	7.209	-28,9
Bonos matador	2.416	2.954	1.374	13	45	243,2
<b>Por tipo de operación</b>						
Simple	322.819	386.369	416.478	387.897	378.348	-2,5
Repo	284.520	330.840	441.363	381.505	362.069	-5,1
Simultánea	270.473	193.285	269.637	1.751.638	3.918.216	123,7

Fuente: AIAF y elaboración propia.

Las operaciones con pagarés se llevaron a cabo, en su mayor parte, en el segmento minorista, esto es, entre miembros del mercado y sus clientes<sup>4</sup>. En cambio, las operaciones con bonos de titulización se concentraron en el segmento mayorista (negociación entre miembros del mercado). La contratación en el segmento mayorista dobló con creces la del año anterior si se tienen en cuenta las operaciones del Tesoro en este segmento; si se excluyen dichas operaciones, el aumento fue ligeramente superior al 50%. En cambio, en el segmento minorista, la negociación continuó reduciéndose como en los últimos años, en este caso un 8,4%. El peso relativo del segmento minorista en la negociación total de AIAF cayó del 29,5% en 2008 al 14,6% en 2009 (48% si se excluyen las operaciones del Tesoro).

En cuanto al ámbito bursátil, la negociación de renta fija privada disminuyó un 7,2%, como se observa en el cuadro 4.8. La bolsa de Barcelona concentró el 87,1% del total negociado en las bolsas nacionales, como consecuencia, principalmente,



del importe contratado en deuda autonómica catalana (64.126 millones de euros). Cabe destacar, en este ámbito, el descenso en la contratación de bonos de titulización de activos avalados por la Generalitat, que pasó de 7.673 millones en 2008 a 3.818 millones en 2009.

**Mercados y emisores**  
Mercados de renta fija

### Contratación de renta fija en las bolsas

CUADRO 4.8

Importes nominales en millones de euros

	2005	2006	2007	2008	2009	% var. 09/08
<b>Total</b>	<b>87.998</b>	<b>91.063</b>	<b>91.605</b>	<b>80.605</b>	<b>74.756</b>	<b>-7,2</b>
Deuda CC.AA. <sup>1</sup>	83.204	84.444	83.866	70.075	65.121	-7,1
Otros	4.758	6.584	7.705	10.392	9.586	-7,8
Valores del mercado de deuda anotada	36	36	34	46	49	6,4

Fuente: Bolsas de valores y elaboración propia. (1) Generalitat de Cataluña, Generalitat Valenciana y Gobierno Vasco. No incluye: Instituto Catalán de Finanzas, Diputación Foral de Vizcaya y Consorcio de Transportes de Vizcaya.



## 5 Registro, contrapartida, compensación y liquidación

### 5.1 Iberclear

Iberclear tiene encomendadas las funciones de registro, compensación y liquidación de valores para los valores de ámbito nacional. Su actividad principal se desarrolla en el ámbito de los valores que se negocian en los mercados bursátiles, de deuda pública y AIAF.

Iberclear contaba con 205 entidades participantes a finales de 2009, tres menos que en 2008 (véase cuadro 5.1). El número de entidades participantes en actividades de liquidación de deuda pública disminuyó en cinco y el de operaciones en AIAF en uno. En cambio, dicho número aumentó en el ámbito de bolsas y Latibex, en una y dos entidades, respectivamente.

<b>Entidades participantes en Iberclear</b>		CUADRO 5.1
	2008	2009
<b>Total Iberclear<sup>1</sup></b>	<b>208</b>	<b>205</b>
<b>Miembros de:</b>		
Bolsas	90	91
Latibex	78	80
AIAF	80	79
Deuda pública	166	161

Fuente: Iberclear. (1) El total es inferior a la suma del número de entidades participantes en las actividades de liquidación de los distintos mercados debido a que muchas entidades prestan servicio en más de uno.

En líneas generales, la actividad de las dos plataformas gestionadas por Iberclear se redujo como consecuencia de la caída de la contratación en los mercados de referencia (véanse capítulos 3 y 4).

#### 5.1.1 Iberclear - CADE

En 2009, el número de emisiones registradas en esta plataforma fue de 4.483, con un importe nominal de 1.390.825 millones de euros. Si se considera el número de emisiones, el 93% de las mismas corresponden al mercado AIAF y el resto al mercado de deuda pública. Si se atiende al importe nominal, el 63% son emisiones cotizadas en AIAF y el 37% de deuda pública.

En el mercado AIAF se observa una disminución del 12% en el número de emisiones respecto al año anterior, si bien el importe nominal emitido aumentó el 5%. En cuanto al mercado de deuda, el número de emisiones disminuyó en un 3%, mientras que el importe nominal aumentó de manera significativa, un 28%, debido a la importante actividad emisora del Tesoro a lo largo de todo el año.

### Iberclear - CADE. Actividades de registro

CUADRO 5.2

Importes en millones de euros

Valores registrados	Deuda pública		AIAF		Total		% var.
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	
Número de emisiones	327	318	4.756	4.165	5.083	4.483	-11,8
Importe nominal	400.647	511.212	840.439	879.613	1.241.086	1.390.825	12,1

Fuente: CNMV.

Como es habitual, en el mercado de deuda pública la operativa de más peso fue la de repos y simultáneas. Esta operativa sufrió una disminución en número, aunque aumentó en términos de importe (véanse cuadros 5.3 y 5.4). El resto de la operativa no mostró variaciones muy significativas con respecto al año anterior.

### Iberclear-CADE. Número de operaciones liquidadas

CUADRO 5.3

Tipo de operación	Deuda pública		AIAF		Total		% var.
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	
Compras y ventas simples	208.910	212.635	1.217.626	1.410.616	1.426.536	1.623.251	13,8
Repos y simultáneas	5.733.333	4.607.955	199.202	145.077	5.932.535	4.753.032	-19,9
Trasposos a vencimiento	144.600	148.029	215.808	189.347	360.408	337.376	-6,4
Trasposos temporales	108.354	63.196	119	51	108.473	63.247	-41,7
Transferencias a vencimiento	325.734	366.453	72.438	67.894	398.172	434.347	9,1
Transferencias por garantías financieras	2.684	2.194	30.776	16.428	33.460	18.622	-44,3
<b>Total</b>	<b>6.523.615</b>	<b>5.400.462</b>	<b>1.735.969</b>	<b>1.829.413</b>	<b>8.259.584</b>	<b>7.229.875</b>	<b>-12,5</b>

Fuente: CNMV.

### Iberclear-CADE. Importe de las operaciones liquidadas<sup>1</sup>

CUADRO 5.4

Importes en millones de euros

Tipo de operación	Deuda pública		AIAF		Total		% var.
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	
Compras y ventas simples	2.885.198	2.925.513	442.183	420.906	3.327.381	3.346.419	0,6
Repos y simultáneas	39.240.986	40.551.622	4.056.696	6.690.594	43.297.682	47.242.216	9,1
Trasposos a vencimiento	2.025.069	2.021.763	2.202.459	1.941.148	4.227.528	3.962.911	-6,3
Trasposos temporales	701.347	477.264	1.116	816	702.463	478.080	-31,9
Transferencias a vencimiento	7.128.755	8.112.439	794.106	812.499	7.922.861	8.924.938	12,6
Transferencias por garantías financieras	82.664	71.598	888.093	432.952	970.757	504.550	-48,0
<b>Total</b>	<b>52.064.019</b>	<b>54.160.199</b>	<b>8.384.653</b>	<b>10.298.916</b>	<b>60.448.672</b>	<b>64.459.115</b>	<b>6,6</b>

Fuente: CNMV. (1) Importe efectivo para compras y ventas simples y repos y simultáneas; importe nominal para trasposos a vencimiento y temporales.

Las incidencias tuvieron un impacto reducido en el proceso de liquidación. Se registraron 514 incidencias, que representaron el 0,01% del número total de operaciones liquidadas, con un importe equivalente al 0,02% de estas últimas. El 84% de las incidencias las produjeron entidades no residentes, muy activas en el mercado de deuda y que, en ocasiones, tienen dificultades para encontrar títulos en el mercado con los que cubrir sus posiciones cortas al final del día.

## 5.1.2 Iberclear - SCLV

Mercados y emisores  
Registro, contrapartida,  
compensación  
y liquidación

En 2009, la reducción de los volúmenes de contratación bursátil comportó un descenso de los volúmenes de liquidación en la plataforma SCLV. En términos de promedios diarios, el volumen efectivo de compras más ventas y el número de operaciones experimentaron una disminución del 30% y el 17%, respectivamente, en comparación con el año anterior.

Al cierre del ejercicio, Iberclear tenía registradas 5.281 emisiones, con un valor nominal de 110.118 millones de euros. Con respecto al año anterior, se produjo una reducción considerable del número de emisiones registradas, manteniéndose prácticamente constante el importe nominal liquidado. El descenso en el número de emisiones registradas refleja el paso a los sistemas de liquidación autonómicos de buena parte de las SICAV, tras su exclusión del SIBE y su traslado al Mercado Alternativo Bursátil.

### Iberclear SCLV. Actividad de registro

CUADRO 5.5

Importes en millones de euros

Valores registrados	Bolsa			Latibex		
	2008	2009	% var.	2008	2009	% var.
Número de emisiones	7.153	5.281	-26,2	38	37	-2,6
Importe registrado <sup>1</sup>	110.127	110.118	0,1	195	377	93,8

Fuente: CNMV. (1) Importe nominal para bolsa y efectivo para Latibex.

Considerando conjuntamente las bolsas y Latibex, el número de operaciones liquidadas en 2009 fue de 24.503.657, con un valor efectivo de 2.132.836 millones de euros, lo que supone una disminución respecto al año anterior del 15% y el 30%, respectivamente. En el caso de Latibex, el volumen efectivo disminuyó un 82%.

Además de la liquidación de operaciones de compraventa de valores, la plataforma liquida los traspasos de valores de un mismo titular entre diferentes entidades de custodia. Los traspasos pueden ser libres de pago o contra pago. En 2009, el número de traspasos libres de pago disminuyó un 25%, mientras que el número de traspasos contra pago registró un ligero aumento, si bien su importe efectivo disminuyó significativamente. En el caso de Latibex, disminuyeron ligeramente los traspasos libres de pago en cuanto al número de operaciones y, de forma más considerable, los traspasos contra pago. Los importes de los traspasos contra pago se redujeron un 44% (véase cuadro 5.6).

### Iberclear SCLV. Operaciones liquidadas

CUADRO 5.6

Importes en millones de euros

Operaciones	Bolsa				Latibex			
	Nº operaciones		Importe		Nº operaciones		Importe	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Compras y ventas	27.493.503	23.236.231	2.529.808	1.764.150	71.079	60.097	1.522	873
Ventas vencidas	65.042	21.528	10.354	2.610	1.717	1.664	46	28
Recompras	869	192	90	7	18	30	0	0
Traspasos l/p.	247.739	185.284	—	—	1.784	1.655	—	—
Traspasos c/p.	991.530	995.382	480.945	356.728	2.014	1.594	59	33
<b>Total</b>	<b>28.732.772</b>	<b>24.416.897</b>	<b>3.010.753</b>	<b>2.120.878</b>	<b>74.877</b>	<b>63.346</b>	<b>1.580</b>	<b>906</b>

Fuente: CNMV. Traspasos l/p. = traspasos libres de pago. – Traspasos c/p. = traspasos contra pago.

En 2009 se observó una mejora en la eficiencia de la liquidación. El importe de las ventas vencidas respecto al total a liquidar representó un 0,3% sobre el total liquidado, mejorando sensiblemente desde el 0,8% registrado en 2008, consecuencia, en buena parte, de la quiebra de Lehman Brothers. De la misma forma, el número de operaciones de venta no liquidadas en D+3 representó el 0,2% del total de operaciones, frente al 0,5% registrado el año anterior. A estas mejoras de la eficiencia en la plataforma contribuyeron también la reducción de los niveles de actividad y el descenso de los movimientos corporativos.

### 5.1.3 Mejoras técnicas en los servicios de Iberclear-SCLV

#### Propuesta de modificación del Reglamento de Iberclear

Con fecha 29 de diciembre de 2009, el Consejo de la CNMV elevó al Ministerio de Economía y Hacienda la propuesta favorable a la solicitud presentada por Iberclear de modificación de su Reglamento en relación al nuevo procedimiento de liquidación y registro de operaciones extrabursátiles y las actividades a través de enlace con otros depositarios centrales de valores. La propuesta incluyó los informes favorables del Banco de España y de las Comunidades Autónomas con competencias en estas materias, todo ello de conformidad con el apartado 4 del artículo 44 bis de la LMV.

La solicitud presentada por Iberclear incluye dos nuevos títulos:

1. Un Título V, que recoge un nuevo procedimiento de liquidación y registro de operaciones bilaterales realizadas fuera del mercado secundario oficial.
2. Un Título VI, que contiene una ampliación del contenido actual de las actividades y servicios ofrecidos a través de enlace directo con otras centrales depositarias de valores y un marco para los convenios con entidades que realizan funciones análogas.

#### Link Up Markets

A lo largo de 2009 continuó el desarrollo del proyecto Link Up Markets, que tiene como objetivo mejorar la eficiencia y reducir los costes de postcontratación de operaciones transfronterizas de valores. La iniciativa abarca actualmente a depositarios centrales de valores. El 29 de junio de 2009 Iberclear se conectó a la infraestructura de Link Up Markets.

#### Nuevo ciclo multilateral de liquidación

La evolución del marco de funcionamiento de los sistemas de compensación y liquidación en Europa ha generado la necesidad de dotar de mayor flexibilidad y nuevas funcionalidades a los sistemas de liquidación. Iberclear, de acuerdo a su Circular nº 3/2002, puede establecer por cada fecha de liquidación más de un ciclo de liquidación. La mencionada Circular delega y autoriza para que, mediante una instrucción operativa, se desarrollen y fijen tales procesos. El 11 de mayo de 2009 Iberclear implementó un nuevo ciclo de liquidación multilateral bursátil, de acuerdo con lo

dispuesto en su Instrucción Operativa nº 8/2009, de 3 abril. Con ello quedan establecidos tres ciclos de liquidación, a las 09:00, las 13:00 y las 15:00 horas. Este nuevo ciclo permite reforzar la firmeza intradía, al dotar a los participantes de mayor capacidad de reutilización de sus activos.

### Mecanismos de liquidación condicionada

Adicionalmente, con el objeto de dotar de mayor flexibilidad al sistema de liquidación e incrementar el grado de homologación de sus procedimientos a los estándares internacionales, Iberclear aprobó la Instrucción Operativa nº 15/2009, de 3 de diciembre, por la que se incorporó el mecanismo de retención y liberación de órdenes en la comunicación de los traspasos y préstamos bursátiles, así como en los traspasos instruidos en la plataforma CADE. De acuerdo a esta nueva operativa, las órdenes no pasarán al proceso de liquidación mientras se encuentren retenidas. Esta Instrucción entrará en vigor en mayo de 2010 y las entidades dispondrán durante el mes de abril de un entorno de pruebas a través del cual podrán comprobar los desarrollos que tienen que efectuar.

#### 5.1.4 Iniciativas de integración europea

En 2009 siguieron progresando las diversas iniciativas abiertas en el ámbito de la postcontratación en Europa, cuyos aspectos más destacables se describen a continuación.

#### Target 2 Securities (T2S)

En relación a este proyecto, cabe destacar: (i) el desarrollo de la etapa de especificación del proyecto; (ii) el nombramiento, por parte del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo, de una nueva estructura de gobierno para T2S (*Programme Board*), encargada de ejecutar las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno; (iii) la firma de un acuerdo de colaboración entre el Banco Central Europeo, los 16 bancos centrales de la zona del euro y las 27 centrales depositarias de valores (CSD) interesadas en participar en T2S, entre ellas, Iberclear, para preparar la próxima etapa de desarrollo del proyecto; y (iv) la continuación de los trabajos llevados a cabo por parte del grupo jurídico establecido por el Eurosistema para especificar la naturaleza legal de la institución que finalmente ofrecerá el servicio de liquidación centralizada, su estructura de gobierno corporativo y los mecanismos contractuales que serán utilizados.

#### Recomendaciones de ESCB-CESR sobre infraestructuras de compensación y liquidación

En junio de 2009 se aprobó el documento de *Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores y entidades de contrapartida central*, elaborado, conjuntamente, por el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) y el Sistema Europeo de Bancos Centrales (ESCB). El nuevo documento está basado en documentos previos de CPSS-IOSCO, con recomendaciones sobre sistemas de liquidación de valores (noviembre de 2001), metodología de gestión para dichos sistemas (noviembre de

2002) y recomendaciones para entidades de contrapartida central (noviembre de 2004). A diferencia del enfoque funcional que presidió aquellos documentos, las recomendaciones de ESCB-CESR se dirigen a las autoridades públicas, en vez de a los proveedores de servicios de postcontratación.

Entre las mejoras introducidas respecto al documento inicial de CPSS-IOSCO destacan: la inclusión del tratamiento de los riesgos que conlleva para las entidades de contrapartida central la compensación de derivados OTC; el refuerzo de la protección de los activos de los clientes en las actividades de custodia (Recomendación 12 para sistemas de liquidación de valores); y el tratamiento de la cobertura legal y de los riesgos derivados de la actividad de los depositarios centrales de valores (CSD) y entidades de contrapartida central al amparo de acuerdos de interoperabilidad, que actualiza el tratamiento tradicional de los enlaces (recomendaciones 1 y 19 para CSD y 1 y 11 para entidades de contrapartida central).

### **Grupo de trabajo de los Estados Miembros sobre derivados e infraestructuras de mercado**

Los líderes del G-20 acordaron el 25 de septiembre de 2009 que los contratos OTC sobre derivados estandarizados deberían negociarse en mercados o plataformas electrónicas y ser compensados en entidades de contrapartida central, como muy tarde a finales de 2012. Además, los contratos OTC sobre derivados deberían ser comunicados a instituciones centralizadoras de esta información, denominadas *trade repositories*. El 20 de octubre de 2009, la Comisión Europea publicó una Comunicación en la que anunciaba la inmediata adopción de una iniciativa legislativa para instrumentar lo dispuesto por el G-20. Así, el 2 de diciembre, el Consejo de la Unión Europea respaldó la iniciativa legislativa de la Comisión, subrayando la necesidad de adoptar medidas para facilitar el progreso en las áreas de acceso e interoperabilidad. Una vez recibido el apoyo del Consejo, la Comisión organizó un grupo de trabajo de los Estados Miembros, que comenzó a desarrollar esta iniciativa a mediados de enero de 2010.

### **Grupo de trabajo de los Estados Miembros sobre una posible futura legislación en materia de seguridad jurídica en la tenencia y disposición de los valores**

La Comisión Europea está preparando un borrador de directiva en materia de seguridad jurídica en la tenencia, las operaciones y la disposición de los valores. Se espera que esta pieza legislativa se ocupe del marco legal de las tenencias y disposición de los valores anotados en cuenta. Entre otros aspectos, la directiva legislará en las siguientes materias: conflictos jurisdiccionales relativos a la regulación del ejercicio de los derechos de los inversores derivados de valores mantenidos a través de una cadena de intermediarios (incluyendo situaciones transfronterizas); libre establecimiento de los emisores de valores en la Unión Europea, con independencia de la anotación actual de sus valores en una determinada central depositaria de valores; y sujeción de las actividades de salvaguarda y administración de valores a un régimen de supervisión adecuado.

Como inicio de los trabajos para el desarrollo de la Directiva, la Comisión organizó un grupo de trabajo de los Estados Miembros, que comenzó a desarrollar esta iniciativa a mediados de febrero de 2010.



## 5.2 MeffClear

En 2009, MeffClear registró 531 operaciones por un importe efectivo de 87.789 millones de euros. Estas cifras suponen un destacado crecimiento respecto a 2008, tanto en términos de efectivo (102,7%) como de operaciones (86,3%) (véase cuadro 5.7). Las operaciones corresponden en su totalidad a la negociación de repos en Senaf, sin que se haya registrado ninguna operación ejecutada fuera de dicha plataforma.

El incremento de la actividad está relacionado con el aumento general de la negociación de repos y con el traslado de las operaciones a esta cámara de contrapartida para reducir el consumo de capital por riesgo bilateral. El argumento del ahorro de capital regulatorio es aún más evidente en el caso de las operaciones a plazo, ya que éstas suponen un mayor consumo que las operaciones *overnight*. Esto justifica el considerable aumento del plazo medio de las operaciones, que ha pasado de 1,9 días en 2008 a 7,9 días en 2009.

El número de miembros se redujo en uno, hasta los 14, tras la baja de Caja de Ahorros Municipal de Burgos.

### Evolución de la actividad en MeffClear

CUADRO 5.7

Importes en millones de euros	2008	2009
Volumen efectivo plataforma Senaf	43.317	87.789
Volumen efectivo operaciones bilaterales	0	0
<b>Total</b>	<b>43.317</b>	<b>87.789</b>
Número de operaciones plataforma Senaf	285	531
Número de operaciones bilaterales	0	0
<b>Total</b>	<b>285</b>	<b>531</b>
<b>N.º de miembros</b>	<b>15</b>	<b>14</b>

Fuente: MeffClear/CNMV.

Mercados y emisores  
Registro, contrapartida,  
compensación  
y liquidación



## 6 Mercados de productos derivados

Mercados y emisores  
Mercados de productos  
derivados

### 6.1 Panorama general

Como consecuencia de la reducción de la actividad negociadora y, a partir de marzo, de la volatilidad en los mercados del subyacente, el número de contratos negociados en los mercados de productos derivados financieros españoles experimentó en 2009 un descenso en casi todos los instrumentos. Como se aprecia en el cuadro 6.1, la principal excepción se produjo en el segmento de opciones sobre acciones de MEFF, debido al considerable aumento del registro de operaciones OTC, con la finalidad de reducir el riesgo de contrapartida a través de la cámara de contrapartida central de este mercado. También cabe destacar un fuerte aumento de la contratación en el Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva.

#### Negociación en los mercados de derivados financieros en España

CUADRO 6.1

N.º de contratos, salvo otra indicación

	2006	2007	2008	2009	Var. (%) 2009/08
<b>MEFF RF</b>	<b>15</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>18</b>	<b>50,0</b>
Futuros s/deuda	15	13	12	18	50,0
Opciones s/deuda	—	—	—	—	—
Futuros y opciones s/Mibor	—	—	—	—	—
Futuros s/Euribor	—	—	—	—	—
<b>MEFF RV</b>	<b>40.775.643</b>	<b>44.176.717</b>	<b>72.988.780</b>	<b>86.302.237</b>	<b>18,2</b>
Futuros s/lbex 35	6.568.791	8.721.832	7.605.341	5.751.818	-24,4
lbex 35 Plus	6.408.961	8.435.258	7.275.299	5.436.989	-25,3
lbex 35 Mini <sup>1</sup>	159.830	286.574	330.042	314.829	-4,6
Opciones s/lbex 35	551.062	567.077	828.622	435.726	-47,4
Futuros s/acciones	21.229.811	21.294.315	46.237.568	44.586.779	-3,6
Opciones s/acciones	12.425.979	13.593.493	18.317.249	35.527.914	94,0
<b>Total MEFF</b>	<b>40.775.658</b>	<b>44.176.730</b>	<b>72.988.792</b>	<b>86.302.255</b>	<b>18,2</b>
<b>Mercado continuo</b>	<b>2.852.348</b>	<b>5.085.503</b>	<b>2.872.261</b>	<b>1.730.694</b>	<b>-39,7</b>
<i>Warrants</i> <sup>2</sup>	2.852.348	5.085.503	2.872.261	1.730.694	-39,7

Fuente: CNMV. (1) El número de contratos de los futuros lbex 35 Mini (multiplicador de 1 €) se ha homogeneizado al tamaño del contrato de los futuros lbex 35 Plus (multiplicador de 10 €). (2) Primas negociadas, en miles de euros, en el módulo de negociación electrónica del mercado continuo.

## 6.2 Mercado MEFF

La actividad en MEFF, medida por el número de contratos negociados, mantuvo la pauta ascendente de los últimos años, al incrementarse en un 18,2%. En el contexto de los principales mercados europeos, sólo el mercado de derivados italiano IDEM/MIF creció a una tasa superior, como se aprecia en el cuadro 6.2.

### Negociación en los mercados de derivados financieros europeos

CUADRO 6.2

Miles de contratos

	2006	2007	2008	2009	Var. (%) 2009/08
Eurex	1.526.753	1.899.812	2.165.043	1.687.159	-22,1
NYSE Euronext	730.303	949.022	1.049.730	1.056.012	0,6
Nasdaq OMX	150.980	164.155	166.481	102.129	-38,7
MEFF	40.776	44.177	72.989	86.302	18,2
IDEM/MIF	31.606	37.125	35.929	42.583	18,5

Fuente: Eurex y CNMV.

Los futuros sobre acciones españolas fueron, un año más, el producto más negociado en MEFF por número de contratos. Sin embargo, durante 2009 su negociación registró un ligero descenso, del 3,6%. Este descenso se debe, en parte, a la disminución del número de operaciones de gran volumen en las fechas próximas al pago de dividendos, que en 2008 fue muy acusada. El grueso de la negociación volvió a concentrarse en los futuros sobre las acciones más líquidas y de mayor capitalización. Así, la negociación en futuros sobre acciones de Banco Santander, BBVA, Telefónica e Iberdrola supuso un 87,5% del total.

El número de contratos de opciones sobre acciones casi se duplicó respecto a 2008, superando los 35,5 millones de contratos negociados. Como se ha indicado, este aumento está relacionado con el incremento del registro en la cámara de MEFF de operaciones OTC. Como en los futuros sobre acciones, la negociación en opciones se concentró en las acciones más líquidas y de mayor capitalización. En particular, las opciones sobre Telefónica, BBVA y Banco Santander representaron el 91,3% del total negociado.

La negociación de contratos de opciones y futuros sobre el Ibex 35 se redujo de forma notable. En el caso de los futuros sobre Ibex 35, su contratación disminuyó un 24,4% respecto al año anterior, hasta situarse en poco más de 5,7 millones de contratos (véase el cuadro 6.1). El descenso fue especialmente significativo en el futuro Ibex 35 Plus, que disminuyó un 25,3%, mientras que el futuro Ibex 35 Mini, más enfocado al inversor minorista, cayó un 4,6%. En cuanto a la contratación de opciones sobre el Ibex 35, el descenso fue aún más intenso que en el caso de los futuros. El número de contratos se redujo un 47,4% respecto al año anterior, situándose en poco más de 4,3 millones de contratos.

Como ya sucediera en 2008, el número de miembros en MEFF descendió en 2009, tanto en MEFF RV como en MEFF RF. La reducción se produjo como consecuencia de un proceso de regularización efectuado por las sociedades rectoras, que dieron de baja a las entidades que no habían estado operativas desde hacía más de un año.

## Número de miembros en MEFF

CUADRO 6.3

	2008	2009
<b>MEFF renta variable</b>	<b>114</b>	<b>94</b>
Liquidadores custodios	29	26
Liquidadores	29	26
Negociadores	31	23
Negociadores por cuenta propia	25	19
<b>MEFF renta fija</b>	<b>49</b>	<b>37</b>
Liquidadores custodios	30	24
Liquidadores	9	7
Negociadores	10	6

Fuente: MEFF y CNMV.

### 6.2.1 Novedades del mercado MEFF

La principal novedad de 2009 en cuanto a productos fue el lanzamiento en octubre por parte de MEFF de un nuevo contrato de futuro sobre el índice Ibex 35, denominado “Impacto Div”. Este índice recoge el importe acumulado de los dividendos pagados por las compañías que componen el índice Ibex 35 en un periodo predeterminado. Con este nuevo futuro se puede aislar el componente de dividendos de un futuro sobre el Ibex 35, proporcionando o eliminando la exposición a dicha variable. Desde su lanzamiento, este contrato no ha tenido negociación.

Además, se han aprobado varias modificaciones en las condiciones generales de determinados contratos. En concreto, se ha modificado el tamaño de los *ticks* de negociación (para hacerlo compatible con el de negociación del subyacente) y liquidación (para que, en caso de eventos corporativos susceptibles de ajuste, éste sea más preciso y no requiera de liquidaciones complementarias de efectivo) así como el procedimiento de cálculo del precio de liquidación a vencimiento.

Entre los cambios en materia de garantías, además de las circulares de modificación de parámetros, que este año han ido reduciendo progresivamente los niveles de garantía a medida que se reducía la volatilidad de los mercados, hay que destacar la actualización de las garantías adicionales para grandes posiciones, que se establecen como un múltiplo de la garantía diaria y se aplican también a posiciones en el Ibex 35.

Por otro lado, MEFF también puso a disposición de sus miembros un nuevo acceso de alta velocidad, que permite reducir la latencia de línea. Este nuevo acceso responde a la creciente demanda por parte de algunos miembros que siguen estrategias de negociación de alta frecuencia.

## 6.3 Warrants y certificados

### 6.3.1 Novedades en el segmento de warrants, certificados y otros

Dentro del segmento de *warrants*, cabe destacar la introducción, en 2009, de dos nuevos tipos de productos exóticos: los *inline warrants* y los *turbo pro warrants*. Los primeros son *warrants* del tipo *corridor*, que incorporan un mecanismo de “toque de barrera” por el cual, si en cualquier momento de la vida del *warrant* el precio del

activo subyacente alcanza o sobrepasa determinados niveles de barrera prefijados, el contrato vence anticipadamente. Por su parte, los *turbo pro warrants* constituyen una variedad de *turbowarrants* cuya cotización no se inicia hasta el momento en el que el precio del subyacente alcanza un nivel de activación.

Cabe destacar, asimismo, que en febrero de 2009 se produjo la migración de la contratación de los valores negociados en el segmento de *warrants*, certificados y otros, desde la plataforma SIBE a una nueva plataforma denominada SMART-warrants. Esta nueva plataforma supone un aumento de capacidad respecto de la anterior, permitiendo a los miembros del mercado introducir un mayor número de transacciones por segundo y proporcionando una mayor flexibilidad y eficiencia en la introducción de posiciones combinadas de compra y venta de los especialistas.

### 6.3.2 Emisiones

Por primera vez desde 2004, en 2009 se produjo un descenso tanto del importe de las primas como del número de emisiones. El primero se redujo un 57,8% respecto al año anterior, situándose en 5,2 millardos de euros. Como sucediera en 2008, la mitad de este importe corresponde a *warrants* sobre acciones, un 38% a *warrants* sobre índices y el resto a *warrants* sobre divisas y materias primas (véase el cuadro 6.4). El número de emisiones descendió un 25%, mientras que el número de emisores pasó de ocho a nueve. En cuanto a los certificados, no se registró ninguna emisión, algo que no sucedía desde 2005 (véase el cuadro 6.5).

#### Emisiones de *warrants* registradas en la CNMV

CUADRO 6.4

Importes en miles de euros

	N.º de emisores	N.º de emisiones	Importe de la prima				Materias primas
			Total	Acciones	Índices <sup>1</sup>	Divisas	
2005	6	1.720	1.840.016	1.180.845	562.258	61.110	35.803
2006	8	4.063	5.143.108	3.697.600	1.070.119	286.810	88.580
2007	7	7.005	8.920.269	6.215.075	2.313.222	163.201	228.772
2008	8	9.790	12.234.336	6.914.044	4.552.107	425.336	342.850
2009	9	7.342	5.165.129	2.607.091	2.000.077	328.862	229.099

Fuente: CNMV. (1) Incluye cestas de valores y de índices.

#### Emisiones de certificados registradas en la CNMV

CUADRO 6.5

Importes en miles de euros

	N.º de emisores	N.º de emisiones	Importe de la prima				Materias primas
			Total	Acciones	Índices <sup>1</sup>	Divisas	
2006	1	2	95.650	75.650	20.000	0	0
2007	2	8	418.390	0	385.000	0	33.390
2008	1	10	120.083	31.583	88.500	0	0
2009	0	0	0	0	0	0	0

Fuente: CNMV. (1) Incluye cestas de valores y de índices.

### 6.3.3 Negociación

La negociación en el mercado secundario de *warrants* se redujo significativamente respecto a 2008 tanto en términos de primas totales negociadas (-39,9%) como en el número de contratos negociados (-17,7%). La disminución alcanzó a todos los tipos de subyacente. Así, para los *warrants* sobre acciones individuales, las primas negociadas se redujeron un 47,5%, mientras que la negociación para *warrants* sobre índices lo hizo en un 28,6% (cuadro 6.6).

#### Contratación de *warrants* en el mercado continuo

CUADRO 6.6

Primas negociadas en miles de euros

	N.º de emisiones	Primas negociadas por tipo de subyacente			Materias primas	Total
		Índices <sup>1</sup>	Acciones	Divisas <sup>2</sup>		
2005	2.698	516.788	1.587.593	25.262	12.734	2.142.377
2006	4.268	727.918	2.098.613	25.817	55.046	2.907.394
2007	7.837	1.378.286	3.674.848	32.369	44.123	5.129.626
2008	9.770	1.066.510	1.727.644	78.107	71.467	2.943.728
2009	8.038	761.610	907.527	61.557	37.749	1.768.443

Fuente: CNMV. (1) Incluye cestas de valores y de índices. (2) Incluye a los *warrants* sobre renta fija en los años en los que haya existido negociación.

Por su parte, la contratación de certificados experimentó un fuerte aumento (véase el cuadro 6.7), a pesar de la ausencia de nuevas emisiones durante el ejercicio y del descenso del número de emisiones negociadas (22 frente a 26 en 2008).

#### Contratación de certificados en el mercado continuo

CUADRO 6.7

Primas negociadas en miles de euros

	N.º de emisiones	Primas negociadas por tipo de subyacente			Materias primas	Total
		Índices <sup>1</sup>	Acciones	Divisas		
2005	15,0	69.760,1	0,0	0,0	0,0	69.760,1
2006	14,0	58.725,0	87,2	0,0	0,0	58.812,2
2007	18,0	48.494,6	1.299,0	0,0	0,1	49.793,7
2008	26,0	13.673,4	1.617,3	0,0	1.513,8	16.804,5
2009	22,0	33.086,8	978,1	0,0	5.095,0	39.159,9

Fuente: CNMV. (1) Incluye cestas de valores y de índices.

### 6.4 Otros contratos financieros

El registro de contratos de compraventa de opciones en la CNMV descendió un 54,5% en 2009, en línea con lo sucedido los dos años anteriores (véase cuadro 6.8). El importe nominal emitido fue de 35 millones de euros, de los que 25 millones correspondieron a contratos sobre acciones y 10 millones a contratos sobre cestas de acciones. Como el año anterior, sólo un emisor estuvo activo en este tipo de emisiones.

## Emisiones de contratos de compra/venta de opciones registradas en la CNMV

CUADRO 6.8

Importes en miles de euros

	N.º de emisores	N.º de emisiones	Importe de la prima				
			Total	Acciones	Índices <sup>1</sup>	Materias Primas	Tipos de cambio
2005	4	13	112.200	87.800	16.400	0	8.000
2006	4	12	206.840	196.240	10.600	0	0
2007	3	9	151.000	145.000	6.000	0	0
2008	1	4	77.000	77.000	0	0	0
2009	1	3	35.000	25.000	10.000	0	0

Fuente: CNMV. (1) Incluye cestas de valores y de índices.

### 6.5 Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva

La contratación en el Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva (MFAO) aumentó extraordinariamente en 2009. En concreto, se negociaron un total de 135.705 contratos, lo que supuso un incremento del 182,2%. Este aumento se debió principalmente a las aplicaciones, cuyo volumen alcanzó la cifra de 88.845 euros, incrementándose un 560,6%. Las operaciones de mercado también aumentaron, aunque menos, alcanzando los 46.860 contratos, lo que representa un 35,3% más que en 2008. En línea con el aumento del número de contratos, el promedio de posiciones abiertas pasó de 6.664 contratos en 2008 a 11.309 en 2009.

La evolución de la actividad en MFAO indica que este mercado empieza a constituirse en una referencia necesaria del sector olivarero, como pone de relieve el incremento de las operaciones de *trading* realizadas por los miembros industriales del mercado, que, hasta ahora, mantenían sus posiciones hasta el vencimiento de los contratos.

El número de miembros en MFAO no presentó variaciones en 2009, pero sí su composición (véase cuadro 6.9). Así, durante ese año se redujo en un miembro el número de liquidadores, debido a la fusión de Banco Popular y Banco de Andalucía, y se incorporó un nuevo miembro industrial (Aceites Maeva, S.L.).

### Número de miembros en MFAO

CUADRO 6.9

	2008	2009
Liquidadores custodios	5	5
Liquidadores	6	5
Negociadores	2	2
Industriales	5	6
<b>Total</b>	<b>18</b>	<b>18</b>

Fuente: MFAO y CNMV.



### **III Entidades financieras y servicios de inversión**



### 7.1 Fondos de inversión (FI)

El patrimonio de los fondos de inversión alcanzó un importe de 170,5 millardos de euros al cierre del ejercicio, lo que supone un descenso del 3% respecto al año anterior. En 2008, los FI habían experimentado una reducción de su patrimonio del 31%, debido tanto a la minusvalías acumuladas en la cartera como a un fuerte predominio de los reembolsos sobre las suscripciones. En 2009, la cartera generó plusvalías gracias a la evolución positiva de los precios de los activos, por lo que el moderado descenso patrimonial del ejercicio es atribuible a los reembolsos. No obstante, debe señalarse que, a partir de mediados de año, las suscripciones netas de reembolsos volvieron a ser positivas y tanto el patrimonio como el número de partícipes empezaron a recuperarse. En el conjunto del ejercicio, el exceso de los reembolsos sobre las suscripciones fue cinco veces inferior al observado en 2008 (véase anexo II.1).

El análisis de la evolución patrimonial por categorías de fondos presenta, en esta ocasión, ciertas dificultades debido al cambio normativo en la clasificación por vocaciones introducido por la Circular 1/2009, de la CNMV, que entró en vigor en el segundo trimestre de 2009 y dio lugar a numerosas reasignaciones de fondos entre categorías (véase anexo legislativo para mayor detalle). Con todo, en términos generales, se observa que los descensos de patrimonio más voluminosos durante el ejercicio se produjeron en las categorías de menor riesgo, esto es, en los fondos garantizados de renta fija y de renta variable y en los fondos de renta fija, lo que sugiere una fuerte competencia con los depósitos bancarios. Al finalizar el ejercicio, estos tres tipos de fondos de inversión concentraban el 77% del patrimonio total de los FI, cinco puntos porcentuales menos que en 2008.

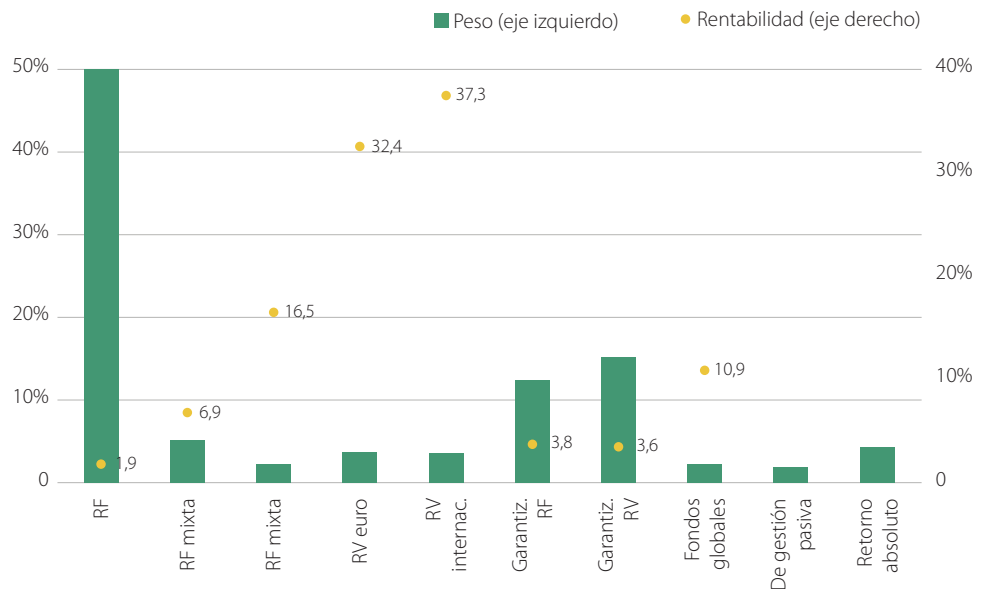
Las rentabilidades fueron positivas en todas las categorías de fondos (véanse gráfico 7.1 y anexo II.4). Dada la favorable evolución de las bolsas a nivel internacional, las vocaciones de renta variable fueron las más rentables, aunque sin llegar a compensar las pérdidas de 2008. Las categorías con menor riesgo (garantizados y renta fija) obtuvieron las rentabilidades más bajas.

En cuanto a la composición de la cartera, cabe reseñar una ligera disminución del peso relativo de la cartera interior, sobre todo en los valores representativos de deuda, en favor de la cartera exterior, donde el aumento se concentró, especialmente, en la renta variable (véase cuadro 7.1). La partida de tesorería suponía, al cierre del ejercicio, el 4,26% del patrimonio, frente al 4,95% en 2008. A pesar del descenso, el peso relativo de esta partida en el patrimonio sigue siendo claramente superior al observado en los años previos a la crisis y, en cualquier caso, al mínimo exigido por la regulación (3%). Finalmente, cabe destacar que, como se indica en el capítulo 12 de este Informe, la CNMV ha prestado una atención especial a las inversiones de los fondos de inversión en activos de baja liquidez desde el inicio de la crisis financiera. Este tipo de activos, que se concentra fundamentalmente en bonos

de titulización y otros activos de renta fija privada, han mantenido un peso relativamente estable en el patrimonio durante los últimos tres años. Al finalizar el pasado ejercicio, las inversiones de reducida liquidez en renta fija privada suponían el 30,1% de la cartera en este segmento y el 8,7% del patrimonio total.

### Fondos de inversión (FI): distribución del patrimonio y rentabilidad por vocaciones<sup>1</sup>

GRÁFICO 7.1



Fuente: CNMV. (1) No se facilita rentabilidad anual para las vocaciones "gestión pasiva" y "retorno absoluto", introducidas en 2009.

### Distribución del patrimonio de los fondos de inversión<sup>1</sup>

CUADRO 7.1

Importes en miles de euros

	2008	%	2009	%
<b>Patrimonio</b>	<b>175.865.523</b>	<b>100,0</b>	<b>170.547.707</b>	<b>100,0</b>
<b>Cartera de inversiones financieras</b>	<b>166.384.653</b>	<b>94,6</b>	<b>163.165.461</b>	<b>95,7</b>
Cartera interior	107.346.884	61,0	100.642.686	59,0
Valores representativos de deuda	81.903.958	46,5	74.628.985	43,8
Instrumentos de patrimonio	4.023.150	2,3	4.740.969	2,8
Instituciones de inversión colectiva	10.134.263	5,8	9.041.484	5,3
Depósitos en entidades de crédito	10.657.500	6,1	11.552.208	6,8
Derivados	627.902	0,4	679.017	0,4
Otros	112	0,0	23	0,0
Cartera exterior	59.036.046	33,6	62.486.994	36,6
Valores representativos de deuda	49.660.535	28,2	48.435.165	28,4
Instrumentos de patrimonio	5.216.118	3,0	7.784.253	4,6
Instituciones de inversión colectiva	3.524.463	2,0	5.665.351	3,3
Depósitos en entidades de crédito	17.549	0,0	82.424	0,1
Derivados	599.512	0,3	518.722	0,3
Otros	17.869	0,0	1.078	0,0
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	1.723	0,0	35.781	0,0
<b>Tesorería</b>	<b>8.703.200</b>	<b>5,0</b>	<b>7.268.186</b>	<b>4,3</b>
<b>Neto deudores/acreadores</b>	<b>777.670</b>	<b>0,4</b>	<b>114.061</b>	<b>0,1</b>

Fuente: CNMV. (1) Excluidas las IIC de inversión libre.

Las sociedades gestoras han aprovechado el cambio normativo de las vocaciones de fondos para llevar a cabo una racionalización de su oferta mediante fusiones entre fondos. Así, de los 440 fondos de inversión que causaron baja en los registros de la CNMV en 2009, 426 fueron absorbidos por otro fondo de inversión. Además, el menor atractivo de la inversión colectiva hizo que las SGIIC lanzasen al mercado, durante 2009, un menor número de fondos que en años anteriores. Como consecuencia de todo ello, el número de fondos registrados en la CNMV al cierre del ejercicio era de 2.593, lo que supone un descenso del 12% respecto al año anterior. El patrimonio medio por fondo pasó de 60 millones de euros en 2008 a 67 millones en 2009.

### Altas y bajas en el registro de entidades en 2009

CUADRO 7.2

Tipo de entidad	Entidades registradas a 31/12/08	Altas	Bajas	Entidades registradas a 31/12/09
<b>Total IIC de carácter financiero</b>	<b>6.354</b>	<b>132</b>	<b>594</b>	<b>5.892</b>
Fondos de inversión	2.943	90	440	2.593
Sociedades de inversión	3.347	34	149	3.232
IIC de IIC de inversión libre	40	2	4	38
IIC de inversión libre	24	6	1	29
<b>Total IIC inmobiliarias</b>	<b>18</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>16</b>
Fondos de inversión inmobiliaria	9	0	1	8
Sociedades de inversión inmobiliaria	9	0	1	8
<b>Total IIC extranjeras comercializadas en España</b>	<b>563</b>	<b>71</b>	<b>52</b>	<b>582</b>
Fondos extranjeros	312	47	35	324
Sociedades extranjeras	251	24	17	258
<b>SGIIC</b>	<b>120</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>120</b>
<b>Depositarios</b>	<b>125</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>124</b>

Fuente: CNMV.

Tras un recorte superior al 30% en 2008, el número de partícipes disminuyó un 8% en 2009, situándose en 5.475.403. Los mayores descensos se produjeron en los fondos de renta fija y en los garantizados de renta variable. Estos fondos concentraban el 60% del total de partícipes al cierre del ejercicio (véase anexo II.1 para un mayor detalle). Las personas físicas residentes constituían el 96% de los partícipes de los fondos de inversión y acumulaban el 77% del patrimonio total, porcentajes similares a los del año anterior.

## 7.2 Sociedades de inversión (SICAV)

El número de SICAV registradas en la CNMV disminuyó un 3,4% en 2009, situándose en 3.232 sociedades (véase cuadro 7.2). Prácticamente la totalidad de las SICAV cotizaban en el Mercado Alternativo Bursátil. Por su parte, el número de accionistas también disminuyó, como puede apreciarse en el cuadro 7.3.

Pese a estos descensos, y a diferencia de lo que sucedió en la mayoría de IIC, el patrimonio de las SICAV se incrementó en un 5,1%. Este aumento tuvo su origen

en la revalorización de la cartera, ya que los reembolsos superaron a las suscripciones. Como consecuencia de todo ello, tanto el patrimonio medio por accionista como el patrimonio medio por SICAV aumentaron, situándose en 62.000 y ocho millones de euros, respectivamente.

En cuanto a la composición de la cartera, a diferencia de lo sucedido en 2008, durante 2009 aumentó notablemente el peso de la cartera exterior (43,6%) en el patrimonio total de las SICAV, en detrimento, sobre todo, de la cartera de renta fija privada nacional. Dentro de la cartera nacional, la única partida que aumentó su importancia relativa fue la de los depósitos en entidades de crédito. Al igual que los fondos de inversión, la partida de tesorería se mantuvo en niveles elevados respecto al periodo anterior al inicio de la crisis financiera, si bien disminuyó ligeramente, como se aprecia en el cuadro 7.3.

### Distribución del patrimonio de las sociedades de inversión

CUADRO 7.3

Importes en miles de euros

	2008	%	2009	%
<b>Patrimonio</b>	<b>24.656.759</b>	<b>100,0</b>	<b>25.924.787</b>	<b>100,0</b>
<b>Cartera de inversiones financieras</b>	<b>23.445.854</b>	<b>95,1</b>	<b>24.813.905</b>	<b>95,7</b>
Cartera interior	16.175.123	65,6	13.514.699	52,1
Valores representativos de deuda	10.434.124	42,3	7.400.434	28,6
Instrumentos de patrimonio	3.214.853	13,0	3.376.285	13,0
Instituciones de inversión colectiva	1.108.840	4,5	1.091.069	4,2
Depósitos en EECC	1.383.187	5,6	1.631.884	6,3
Derivados	9.762	0,0	-6.634	-0,0
Otros	24.356	0,1	21.662	0,0
Cartera exterior	7.267.910	29,5	11.294.154	43,6
Valores representativos de deuda	2.609.726	10,6	4.606.455	17,8
Instrumentos de patrimonio	2.014.579	8,2	3.559.352	13,7
Instituciones de inversión colectiva	2.486.447	10,1	2.987.436	11,5
Depósitos en EECC	28.881	0,1	26.277	0,1
Derivados	120.472	0,5	113.050	0,4
Otros	7.806	0,0	1.583	0,0
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	2.821	0,0	5.052	0,0
<b>Inmovilizado intangible</b>	<b>2</b>	<b>0,0</b>	<b>2</b>	<b>0,0</b>
<b>Inmovilizado material</b>	<b>136</b>	<b>0,0</b>	<b>173</b>	<b>0,0</b>
<b>Tesorería</b>	<b>1.021.015</b>	<b>4,1</b>	<b>975.922</b>	<b>3,8</b>
<b>Neto deudores/acreedores</b>	<b>777.670</b>	<b>0,4</b>	<b>114.061</b>	<b>0,1</b>
<b>Pro-memoria: nº de accionistas</b>	<b>435.395</b>		<b>419.504</b>	

Fuente: CNMV.

### 7.3 IIC de inversión libre

Los vehículos de inversión libre son IIC de implantación relativamente reciente en nuestro país y su dimensión es reducida respecto al conjunto de IIC (representan menos del 1% del patrimonio total). Su patrimonio alcanzó, a finales de 2009, un importe de 1.462 millones de euros, lo que supone un descenso del 6,3% respecto al año anterior, el

primero que se produce desde la introducción de estos vehículos en España. El descenso provino, fundamentalmente, de las IIC de IIC de IL (IIC de IIC de inversión libre: fondos de fondos y sociedades de fondos), cuyo patrimonio se redujo un 20,7%. En cambio, las IIC de IL (IIC de inversión libre: fondos y sociedades de inversión libre) experimentaron, en conjunto, un incremento del patrimonio del 20,9%.

La distinta evolución del patrimonio en ambos tipos de vehículos se explica por la mayor cuantía de los reembolsos en las IIC de IIC de IL, sobre todo en la primera mitad del año. En ambos casos, los rendimientos de la cartera fueron positivos, con rentabilidades del 14,9% para las IIC de IL y del 7,9% para las IIC de IIC de IL. Sin embargo, mientras que las suscripciones netas de reembolsos fueron positivas para las primeras, en el caso de las segundas fueron negativas, sobre todo durante el primer semestre. Cabe recordar que, con el inicio de la crisis financiera, las IIC de IIC de IL se enfrentaron a problemas de liquidez y valoración de activos asociados a sus inversiones en *hedge funds* extranjeros, circunstancia que favoreció el aumento de las solicitudes de reembolso. Durante la segunda mitad del año se observó una cierta mejora, con entradas netas de fondos.

El número de partícipes mostró una evolución similar a la del patrimonio. Así, en las IIC de inversión libre, el número de partícipes pasó de 1.589 en 2008 a 1.917 en 2009, mientras que en las IIC de IIC de inversión libre se redujo de 5.646 a 5.321. El patrimonio medio por partícipe se situó en torno a 340.000 euros para las IIC de inversión libre y a 150.000 euros para las IIC de IIC de inversión libre.

En cuanto al número de vehículos, al cierre del ejercicio estaban registradas en la CNMV 29 IIC de IL (24 en 2008) y 38 IIC de IIC de IL (40 en 2008). Más de la mitad de las segundas se hallaban, formalmente, en un proceso ordenado de liquidación o habían comunicado a la CNMV su intención de iniciarlo. Cabe reseñar, asimismo, que, entre los vehículos registrados en 2009, se hallaban los dos primeros constituidos como sociedades.

#### 7.4 IIC inmobiliarias

El patrimonio de las IIC inmobiliarias se situó en 6.800 millones de euros a finales de 2009, un 12,9% menos que en 2008. El número de partícipes se redujo un 14% para los fondos de inversión inmobiliaria (FII), situándose en 83.583, mientras que, en el caso de las sociedades de inversión inmobiliaria (SII), el número de accionistas se redujo un 17%, situándose en 928. El número de instituciones registradas al cierre del ejercicio ascendía a 16, distribuidas a partes iguales entre fondos y sociedades.

La gestión de las IIC inmobiliarias durante 2009 continuó estando condicionada por el ajuste del sector inmobiliario nacional. Así, en el caso de los FII, que concentraban el 95,4% del patrimonio total al cierre del ejercicio, casi las tres cuartas partes de la pérdida patrimonial de estos vehículos durante el pasado año se explica por los rendimientos negativos de la cartera (la rentabilidad fue negativa, del -8,3%, marcando un mínimo histórico). El resto de la pérdida patrimonial se debió al exceso de los reembolsos sobre las suscripciones, que, no obstante, fue mucho menor que en 2008 (en torno a la cuarta parte del importe en dicho periodo).

En este marco, ante las dificultades para atender los reembolsos, algunos FII optaron por realizar ventas anticipadas de activos, reducir la frecuencia de los reembolsos o realizar tasaciones adicionales de los inmuebles. Además, la CNMV autorizó la sus-

pensión de los reembolsos por un periodo de dos años en dos FII, a petición de sus gestoras. Al cierre del ejercicio, eran tres las instituciones con reembolsos suspendidos (las dos indicadas más una tercera autorizada en 2008). Cabe destacar, asimismo, la existencia, en dicha fecha, de una institución en proceso de liquidación. El patrimonio agregado de estas cuatro instituciones representaba el 72,6% del total.

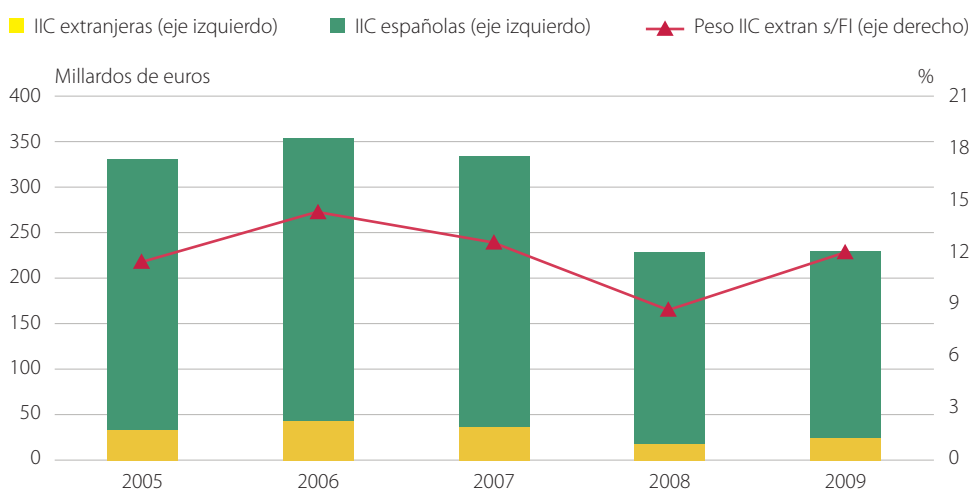
## 7.5 IIC extranjeras comercializadas en España

Tras dos años consecutivos de descenso, el volumen de inversión de las IIC extranjeras comercializadas en España aumentó en 2009 un 35% respecto al ejercicio anterior, hasta alcanzar los 24,3 millardos de euros al final del periodo. Este importe era equivalente al 11,9% del patrimonio de las IIC españolas, porcentaje que, en 2008, se situó en el 8,6% (véase gráfico 7.2). No obstante, a pesar de este aumento, el volumen de inversión de las IIC extranjeras se situaba todavía lejos de su máximo histórico, alcanzado en junio de 2007 (50 millardos de euros).

Al cierre del ejercicio, estaban registradas en la CNMV un total de 582 IIC extranjeras, de las cuales 324 eran fondos y el resto sociedades (véase cuadro 7.2). Durante el ejercicio se produjeron 71 altas y 52 bajas. La mayor parte de las instituciones registradas provienen de Luxemburgo, seguido de Francia e Irlanda (véase anexo II.5).

**Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España**

GRÁFICO 7.2



Fuente: CNMV.

## 7.6 Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC)

En diciembre de 2009 había un total de 120 SGIIC registradas en la CNMV, el mismo número que a finales de 2008, ya que durante el año se produjeron dos altas y dos bajas (véase anexo II.6). El número de IIC gestionadas descendió de forma significativa debido al elevado número de fusiones entre fondos, como ya se ha comentado. Al cierre del ejercicio, el patrimonio gestionado por las SGIIC, que se redujo ligeramente, hasta los 203,7 millardos de euros, consistía en la totalidad del patrimonio de los fondos de inversión más el 96,3% del patrimonio de las SICAV. Como en años precedentes, se observó una elevada concentración del patrimonio gestionado. Así, a final de año, dos SGIIC acumulaban el 31,7% del patrimonio



gestionado, mientras que las diez primeras gestoras por patrimonio gestionado concentraban el 63,9% del total.

Las comisiones de gestión de IIC, que suponen el grueso de comisiones percibidas por las SGIIC (véase cuadro 7.4), cayeron un 25,8% respecto a 2008. Este descenso, que excede con mucho la caída, en términos relativos, del patrimonio gestionado, sugiere que las gestoras se vieron abocadas a reducir de manera considerable las comisiones aplicadas. Así, mientras que, en 2008, las comisiones de gestión percibidas supusieron el 1,1% del patrimonio, este porcentaje se redujo al 0,8% en 2009. También se registró un importante descenso en las comisiones percibidas por suscripciones y reembolsos.

El descenso de las comisiones percibidas fue parcialmente compensado por una caída similar, en términos relativos, de las comisiones por comercialización satisfechas a otras entidades, a pesar de lo cual el margen bruto del sector se redujo en un 30,5%. Los gastos de explotación disminuyeron un 7,5%, pero este descenso fue contrarrestado por el fuerte aumento de las pérdidas por deterioro de activos, que se cuadruplicaron respecto al año anterior. Finalmente, el beneficio antes de impuestos agregado de las SGIIC disminuyó un 52,5%, hasta los 236,3 millones de euros.

#### Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGIIC

CUADRO 7.4

Importes en miles de euros

	2008	2009	Var. (%)
<b>Margen de intereses</b>	<b>69.722</b>	<b>18.617</b>	<b>-73,3</b>
<b>Comisiones netas</b>	<b>789.613</b>	<b>612.542</b>	<b>-22,4</b>
Comisiones percibidas	2.457.653	1.815.038	-26,1
Gestión de IIC	2.315.119	1.717.145	-25,8
Suscripción y reembolso	86.239	41.846	-51,5
Otras	56.294	56.047	-0,4
Comisiones satisfechas	1.668.040	1.202.496	-27,9
<b>Resultado de inversiones financieras netas</b>	<b>14.196</b>	<b>-9.439</b>	<b>—</b>
Rendimientos de instrumentos de capital	4.192	2.221	-47,0
Diferencias de cambio netas	-117	-355	203,9
Otros productos y cargas de explotación netas	1.882	-12.648	—
<b>Margen bruto</b>	<b>879.488</b>	<b>610.939</b>	<b>-30,5</b>
Gastos de explotación	357.173	330.544	-7,5
Personal	213.974	200.059	-6,5
Generales	143.200	130.485	-8,9
Amortizaciones y otras dotaciones netas	16.524	13.125	-20,6
Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	5.926	24.504	313,5
<b>Resultado neto de explotación</b>	<b>499.865</b>	<b>242.766</b>	<b>-51,4</b>
Otras ganancias y pérdidas	-2.035	-6.434	216,1
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>497.830</b>	<b>236.332</b>	<b>-52,5</b>
Impuesto sobre beneficios	151.988	78.107	-48,6
<b>Resultado de actividades continuadas</b>	<b>345.842</b>	<b>158.225</b>	<b>-54,2</b>
Resultado de actividades interrumpidas	0	0	—
<b>Resultado neto del ejercicio</b>	<b>345.842</b>	<b>158.225</b>	<b>-54,2</b>

Fuente: CNMV.

Al finalizar el ejercicio, el número de sociedades en pérdidas era de 31, tres menos que en 2008. El importe agregado de las pérdidas aumentó hasta 40,9 millones de euros (véase cuadro 7.5), más del doble de las pérdidas contabilizadas en 2008, debido, fundamentalmente, a una única entidad cuyos resultados negativos casi se quintuplicaron con respecto al año anterior.

**Resultados antes de impuestos, ROE, n.º de entidades  
en pérdidas e importe de las pérdidas**

CUADRO 7.5

Importes en miles de euros

	Resultados antes de impuestos	N.º entidades en pérdidas	Importe de las pérdidas
2005	622.779	16	5.798
2006	743.961	12	4.507
2007	770.649	19	5.330
2008	497.830	34	19.725
2009	236.332	31	40.939

Fuente: CNMV.

## 7.7 Depositarios de IIC

Al finalizar el ejercicio, estaban registradas como depositarios un total de 124 entidades, una menos que en 2008 (véase cuadro 7.2). Segregando el patrimonio en custodia de las IIC por tipo de entidad depositaria, los datos correspondientes a diciembre de 2009 ponen de manifiesto un ligero descenso de la cuota de mercado de los bancos (de 2,3 puntos porcentuales, hasta el 65,3%) y de las sociedades y agencias de valores (de una décima, hasta el 3,4% del patrimonio total en custodia). Por el contrario, ganaron cuota las cajas de ahorros (2,1 puntos porcentuales, hasta el 29,4%) y las cooperativas de crédito (de tres décimas, hasta el 1,9%).

## 8 Prestación de servicios de inversión

### 8.1 Entidades de crédito<sup>1</sup>

A 31 de diciembre de 2009, estaban registradas en la CNMV un total de 193 entidades de crédito nacionales (bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito), dos menos que a finales de 2008. Asimismo, estaban registradas 423 entidades de crédito extranjeras en disposición de prestar servicios de inversión en España, nueve más que en 2008, de las cuales 362 operaban en régimen de libre prestación de servicios y 61 a través de sucursales. La mayoría de las entidades de crédito extranjeras son originarias de otro Estado Miembro de la Unión Europea (413 entidades, ocho más que en 2008).

Como sucediera en 2008, las entidades de crédito experimentaron durante el pasado ejercicio un descenso notable en los ingresos por prestación de servicios en valores y comercialización de fondos de inversión, como se aprecia en el cuadro 8.1. Este descenso refleja, en términos generales, el menor atractivo de las actividades

**Ingresos de las entidades de crédito (EC) por prestación de servicios en valores y comercialización de productos financieros no bancarios** CUADRO 8.1

Importes en millones de euros

	2006	2007	2008	2009	% sobre total comisiones EC
<b>Por servicios de valores</b>	<b>1.394</b>	<b>1.751</b>	<b>1.286</b>	<b>1.177</b>	<b>8,0</b>
Aseguramiento y colocación de valores	143	340	124	163	1,1
Compraventa de valores	472	608	467	400	2,7
Administración y custodia	681	675	601	533	3,6
Gestión de patrimonio	98	128	94	81	0,6
<b>Por comercialización de productos financieros no bancarios</b>	<b>3.923</b>	<b>4.237</b>	<b>3.661</b>	<b>3.002</b>	<b>20,5</b>
Fondos de inversión	2.498	2.530	1.801	1.248	8,5
Fondos de pensiones	433	483	482	446	3,0
Seguros	935	1.131	1.291	1.204	8,2
Otros	57	93	87	104	0,7
<b>Pro memoria:</b>					
Ingresos totales por comisiones	<b>14.534</b>	<b>16.242</b>	<b>15.585</b>	<b>14.677</b>	<b>100,0</b>

Fuente: Banco de España.

1. Las entidades de crédito pueden prestar servicios de inversión siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica les habilite para ello, en cuyo caso la CNMV supervisa sus actividades en esta materia. El Banco de España comunica a la CNMV las entidades de crédito, tanto nacionales como extranjeras, autorizadas para prestar servicios de inversión en España.

de inversión en productos relacionados con los mercados de valores, propiciado por la elevada percepción de riesgo de los inversores en un contexto de recesión y de considerable incertidumbre. A nivel desagregado, la caída fue especialmente significativa en la actividad de comercialización de fondos de inversión, principal fuente de ingresos por servicios relacionados con los mercados de valores. En conjunto, los ingresos por prestación de servicios de inversión continuaron perdiendo peso en el total de los ingresos por servicios de las entidades de crédito (en 2009 supusieron el 16,3% del total, diez puntos por debajo del máximo alcanzado en 2006).

Las entidades de crédito continuaron desempeñando un papel central en la prestación de servicios de inversión, si se atiende a su cuota en los ingresos totales generados por esta actividad. Como se aprecia en el cuadro 8.2, las entidades de crédito concentran el grueso de los ingresos por comisiones en colocación y aseguramiento, administración y custodia y comercialización de fondos de inversión y mantienen una cuota mayoritaria en gestión de patrimonios. En cambio, en las actividades de transmisión y ejecución de órdenes (compraventa de valores), el liderazgo corresponde a las sociedades y agencias de valores, con el 60% del importe total de las comisiones.

### Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2009

CUADRO 8.2

Importes en millones de euros

	Sociedades y agencias de valores	Sociedades gestoras de cartera	Entidades de crédito (EC)	Total	% EC/ total
<b>Total por servicios de inversión</b>	<b>767</b>	<b>19</b>	<b>2.425</b>	<b>3.211</b>	<b>75,5</b>
Colocación y aseguramiento	29	—	163	192	84,9
Compraventa de valores	603	—	400	1.003	39,9
Gestión de patrimonios	31	19	81	131	61,8
Administración y custodia	17	—	533	550	96,9
Comercialización de fondos de inversión	87	0	1.248	1.335	93,5

Fuente: CNMV y Banco de España.

## 8.2 Empresas de servicios de inversión

### 8.2.1 Sociedades y agencias de valores

#### Autorización y registro

Al finalizar 2009, el número de sociedades y agencias de valores registradas en la CNMV ascendía a 100, una menos que en 2008, como resultado de las cuatro altas y cinco bajas producidas durante 2009 (véase cuadro 8.3). Todas las altas de entidades nacionales correspondieron a agencias de valores que no son miembros de bolsa. En cuanto a las bajas, una pertenecía a una entidad bancaria extranjera, tres a compañías de seguros también extranjeras y la restante a una aseguradora nacional (véase, para mayor detalle, el anexo II.8).

En cuanto a las participaciones de control en el capital de las sociedades y agencias de valores, en 2009 se produjeron pocos cambios significativos. Tan sólo cabe destacar la adquisición de una sociedad de valores por una entidad de crédito nacional y de una agencia de valores por una compañía aseguradora extranjera (véase anexo II.9).

## Altas y bajas en el registro de entidades

CUADRO 8.3

Tipo de entidad	Entidades a 31/12/08	Altas	Bajas	Entidades a 31/12/09
<b>Entidades nacionales</b>	<b>101</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>100</b>
Sociedades de valores	51	0	1	50
Miembros de bolsa	37	0	0	37
No miembros de bolsa	14	0	1	13
Agencias de valores	50	4	4	50
Miembros de bolsa	7	0	0	7
No miembros de bolsa	43	4	4	43
<b>Entidades extranjeras</b>	<b>1.818</b>	<b>236</b>	<b>132</b>	<b>1.922</b>
Con sucursal	37	2	3	36
En libre prestación de servicios	1.781	234	129	1.886
<b>Pro memoria:</b>				
Representantes	6.668	689	617	6.740

Fuente: CNMV.

El uso del pasaporte comunitario por parte de las sociedades y agencias de valores autorizadas en España siguió siendo reducido durante el pasado año. Así, al cierre del ejercicio, sólo dos entidades mantenían sucursales en otros países de la Unión Europea (Reino Unido y Suecia), el mismo número que el año anterior. En la modalidad de libre prestación de servicios, esto es, sin establecimiento físico, el número de entidades aumentó de 33 a 36 (véase anexo II.10).

En cuanto a la prestación de servicios de inversión en España por entidades autorizadas en otros Estados Miembros de la Unión Europea, el número de estas entidades aumentó, aunque con menos intensidad que en 2008. En concreto, el incremento se concentró exclusivamente en el régimen de libre prestación de servicios, donde el número de entidades pasó de 1.781 en 2008 a 1.886 en 2009. En cambio, el número de entidades extranjeras con sucursal descendió de 37 a 36. La mayoría de las entidades con pasaporte comunitario que ya operan en España, o que han manifestado su intención de hacerlo, proceden del Reino Unido (véase anexo II.7).

## Resultados y solvencia

El sector volvió a afrontar en 2009 un ejercicio complicado, caracterizado por el descenso de los ingresos en sus principales líneas de negocio, aunque menos intenso que el año anterior. Considerando conjuntamente sociedades y agencias de valores, el beneficio antes de impuestos agregado se situó en 369,6 millones de euros, lo que supone una reducción del 29,6% respecto a 2008. El descenso de los beneficios fue más acusado, en términos relativos, en las agencias de valores (53%) que en las sociedades de valores (28,6%)<sup>2</sup>, aunque, en ambos casos, el retroceso fue menor que el registrado en 2008 (79% para las primeras y 36% para las segundas). Por otro lado, la caída de los resultados no fue tan generalizada como en el año anterior y, de hecho, un tercio de las entidades mejoró sus beneficios,

2. A la hora de interpretar este dato, debe tenerse en cuenta el hecho de que una entidad obtuvo en 2008 beneficios excepcionalmente elevados en operaciones por cuenta propia en mercados OTC, que no se repitieron en 2009. Excluida esta entidad, la reducción del beneficio antes de impuestos agregado para las restantes entidades de este sector se situó en el 13,1%.

frente al 17% en 2008. En cuanto a la distribución de los resultados agregados, las sociedades de valores generaron el 95% del beneficio antes de impuestos del sector durante el ejercicio.

Como se señala en el cuadro 8.4, las operaciones por prestación de servicios a terceros constituyeron la principal fuente de ingresos de las sociedades de valores, aportando, en términos netos, casi el 70% de su margen bruto. Los ingresos brutos por este concepto ascendieron a 782 millones de euros, un 17,2% menos que en 2008. Entre estas operaciones cabe destacar, especialmente, las derivadas de la tramitación y ejecución de órdenes, que descendieron un 17,2% debido, principalmente, a la disminución en el importe de las operaciones mediadas en los mercados de renta variable nacional. Como se aprecia en el gráfico 8.1, el corretaje medio efectivo aplicado en estos mercados por las sociedades miembros de bolsa aumentó ligeramente, tras varios años de caída. Las comisiones percibidas también se redujeron en el resto de los servicios, salvo en el de asesoramiento en materia de inversión, donde se produjo un incremento del 9%.

### Cuenta de pérdidas y ganancias de las sociedades de valores<sup>1</sup>

CUADRO 8.4

Importes en miles de euros

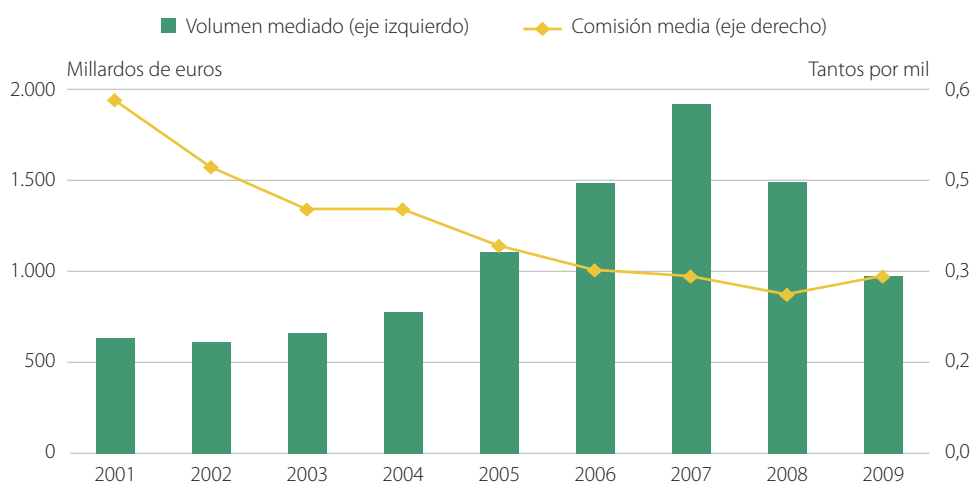
	2008	2009	% var. 09/08
<b>Margen de intereses</b>	<b>109.682</b>	<b>163.202</b>	<b>48,8</b>
<b>Comisiones netas</b>	<b>674.204</b>	<b>529.792</b>	<b>-21,4</b>
Comisiones percibidas	943.619	781.555	-17,2
Tramitación y ejecución de órdenes	648.036	548.951	-15,3
Colocación y aseguramiento de emisiones	42.502	25.726	-39,5
Depósito y anotación de valores	21.198	16.183	-23,7
Comercialización de IIC	91.167	63.296	-30,6
Gestión de carteras	17.306	11.543	-33,3
Asesoramiento en materia de inversión	52.276	56.966	9,0
Otras	71.134	58.889	-17,2
Comisiones satisfechas	269.415	251.763	-6,6
<b>Resultado de inversiones financieras</b>	<b>800.194</b>	<b>43.855</b>	<b>-94,5</b>
Diferencias de cambio netas	-643.539	22.437	—
Otros productos y cargas de explotación	17.012	-854	—
<b>Margen bruto</b>	<b>957.553</b>	<b>758.431</b>	<b>-20,8</b>
Gastos de explotación	445.842	378.100	-15,2
Personal	288.077	240.851	-16,4
Generales	157.764	137.249	-13,0
Amortizaciones y otras dotaciones	8.442	7.729	-8,5
Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	69.059	96.855	40,3
<b>Resultado neto de explotación</b>	<b>434.209</b>	<b>275.747</b>	<b>-36,5</b>
Otras ganancias y pérdidas	68.683	83.343	21,3
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>502.893</b>	<b>359.090</b>	<b>-28,6</b>
Impuesto sobre beneficios	137.519	98.631	-28,3
<b>Resultado de actividades continuadas</b>	<b>365.374</b>	<b>260.458</b>	<b>-28,7</b>
Resultado de actividades interrumpidas	2.292	0	-100,0
<b>Resultado neto del ejercicio</b>	<b>367.665</b>	<b>260.458</b>	<b>-29,2</b>

Fuente: CNMV. (1) Incluye la información de todas las entidades que estuvieron dadas de alta en los registros de la CNMV en cualquier momento del ejercicio, no sólo al finalizar el mismo.

## Sociedades de valores miembros de bolsa: volumen mediado y comisión efectiva media en renta variable nacional

GRÁFICO 8.1

Entidades financieras  
y servicios de inversión  
Prestación de servicios  
de inversión



Fuente: CNMV.

En cuanto a las actividades por cuenta propia de las sociedades de valores, destaca, sobre todo, la caída de los resultados de las inversiones financieras (cartera de negociación), que se explica, fundamentalmente, por el descenso de los resultados por este concepto de una única entidad, como se ha señalado anteriormente. Excluida esta entidad, los resultados de inversiones financieras para el resto de las entidades se cifraron en 88 millones de euros, frente a unas pérdidas de 3,9 millones en 2008. La mejora se concentró en las actividades de renta variable y, sobre todo, en derivados. La composición de la cartera de valores agregada se modificó sustancialmente, reduciéndose el peso de la renta fija privada nacional al cierre del ejercicio, pasando del 51% de la cartera total en 2008 al 18% en 2009. También cabe destacar un descenso sustancial en la financiación a través de cesiones temporales de activos. La intensa caída en la carga de intereses por este concepto fue suficiente para compensar el descenso de los intereses y dividendos de las inversiones y propiciar así un crecimiento del 49% del margen de intereses.

El margen bruto de las sociedades de valores, resultado de agregar los ingresos netos por intereses, comisiones y resultados de la cartera de negociación, más las diferencias netas de cambio y otros productos y resultados de explotación, disminuyó un 20,8% respecto a 2008. El resultado de explotación lo hizo en un 36,5%, a pesar de un nuevo descenso de los gastos de explotación, que fue sobradamente compensado por el aumento de las pérdidas netas por deterioro de activos financieros. El resultado total de actividades no ordinarias (otras ganancias y pérdidas más actividades interrumpidas) fue positivo, aumentando significativamente respecto al año anterior (17,4%).

Como ha venido sucediendo en los últimos años, durante 2009 se produjo una elevada concentración de los beneficios de las sociedades de valores (el beneficio antes de impuestos de las cinco entidades con mayores beneficios supuso el 51% del total). El descenso de los resultados fue generalizado, aunque, en comparación con 2008, hubo más sociedades que experimentaron una mejora (30% de las sociedades de valores en 2009 frente al 11% en 2008). El número de sociedades de valores en pérdidas aumentó ligeramente, pasando de ocho a diez. Siete de ellas eran entidades independientes, esto es, no encuadradas en un grupo financiero.

A diferencia de las sociedades de valores, las agencias de valores no pueden realizar actividades de inversión por cuenta propia, por lo que sus ingresos provienen, esencialmente, de la prestación de servicios. En el caso de las entidades miembros de bolsa,

la tramitación y ejecución de órdenes constituye la principal fuente de ingresos. Sin embargo, la mayoría de las agencias de valores no tienen esta condición y han optado por especializarse en determinados servicios. Un grupo mayoritario de agencias de valores son entidades independientes (37 de un total de 50).

El beneficio antes de impuestos agregado de las agencias de valores alcanzó un importe de 10,5 millones de euros en 2009, lo que representa, como se ha indicado, un 53% menos que en 2008. La contracción de los beneficios refleja, fundamentalmente, la caída de los ingresos por comisiones percibidas, que ascendieron a 144,4 millones de euros, un 16,2% menos que el año anterior (en 2008 se redujeron un 37%). La reducción de ingresos fue generalizada en todo tipo de comisiones, destacando, por su peso relativo, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes<sup>3</sup> y las comisiones por comercialización de IIC, que cedieron un 13,4% y un 23,4%, respectivamente (véase cuadro 8.5).

### Cuenta de pérdidas y ganancias de las agencias de valores<sup>1</sup>

CUADRO 8.5

Importes en miles de euros

	2008	2009	% var. 09/08
<b>Margen de intereses</b>	<b>7.980</b>	<b>2.652</b>	<b>-66,8</b>
<b>Comisiones netas</b>	<b>149.874</b>	<b>127.410</b>	<b>-15,0</b>
Comisiones percibidas	172.344	144.373	-16,2
Tramitación y ejecución de órdenes	62.345	53.988	-13,4
Colocación y aseguramiento de emisiones	4.847	2.989	-38,3
Depósito y anotación de valores	676	509	-24,7
Comercialización de IIC	31.287	23.966	-23,4
Gestión de carteras	21.137	19.633	-7,1
Asesoramiento en materia de inversión	4.130	2.571	-37,8
Otras	47.923	40.716	-15,0
Comisiones satisfechas	22.470	16.963	-24,5
<b>Resultado de inversiones financieras</b>	<b>-1.176</b>	<b>1.709</b>	<b>—</b>
Diferencias de cambio netas	75	-265	—
Otros productos y cargas de explotación	3.451	-845	—
<b>Margen bruto</b>	<b>160.204</b>	<b>130.661</b>	<b>-18,4</b>
Gastos de explotación	136.560	118.988	-12,9
Personal	84.711	72.196	-14,8
Generales	51.849	46.792	-9,8
Amortizaciones y otras dotaciones	3.165	2.522	-20,3
Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	102	60	-41,4
<b>Resultado neto de explotación</b>	<b>20.377</b>	<b>9.090</b>	<b>-55,4</b>
Otras ganancias y pérdidas	2.031	1.438	-29,2
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>22.408</b>	<b>10.529</b>	<b>-53,0</b>
Impuesto sobre beneficios	8.036	5.666	-29,5
<b>Resultado de actividades continuadas</b>	<b>14.372</b>	<b>4.862</b>	<b>-66,2</b>
Resultado de actividades interrumpidas	0	0	—
<b>Resultado neto del ejercicio</b>	<b>14.372</b>	<b>4.862</b>	<b>-66,2</b>

Fuente: CNMV. (1) Incluye la información de todas las entidades que estuvieron dadas de alta en los registros de la CNMV en cualquier momento del ejercicio, no sólo al finalizar el mismo.

3. Las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes supusieron más del 75% de las comisiones percibidas para las entidades miembros de bolsa y el 30% para las no miembros.



Como consecuencia del descenso de los ingresos por comisiones, el margen bruto disminuyó un 18,4%. Dado que los gastos de explotación no se redujeron con la misma intensidad que los ingresos, tanto el resultado neto de explotación como el resultado neto antes de impuestos sufrieron descensos superiores al 50%.

A pesar de la contracción de los beneficios agregados, los resultados fueron dispares a escala individual. Así, 18 de las 50 agencias de valores registradas a finales de 2009 mejoraron los resultados antes de impuestos (14 de ellas obtuvieron ganancias). El número de entidades en pérdidas descendió desde 17 en 2008 hasta 14 en 2009.

Del conjunto de sociedades y agencias de valores, un total de 24 entidades, una menos que en 2008, cerraron el ejercicio con pérdidas. De éstas, 15 también habían registrado resultados negativos en 2008. Como se aprecia en el cuadro 8.6, aumentó el número de sociedades de valores en pérdidas, mientras que disminuyó el de agencias.

### Resultados antes de impuestos, n.º de entidades en pérdidas e importe de las pérdidas antes de impuestos

CUADRO 8.6

Importes en miles de euros

	Resultados antes de impuestos <sup>1</sup>	N.º entidades en pérdidas	Importe de las pérdidas antes de impuestos
<b>Sociedades de valores</b>			
2005	382.854	4	-17.463
2006	627.102	1	-635
2007	769.116	2	-14.437
2008	502.893	8	-13.356
2009	359.090	10	-16.839
<b>Agencias de valores</b>			
2005	57.766	9	-3.256
2006	91.897	9	-4.167
2007	117.234	7	-3.261
2008	22.408	17	-9.911
2009	10.529	14	-8.831

Fuente: CNMV. (1) Incluye los resultados de todas las entidades que estuvieron dadas de alta en los registros de la CNMV en cualquier momento del ejercicio, no sólo al finalizar el mismo.

El sector sigue manteniendo una apreciable fortaleza. Así, los ratios de solvencia siguen siendo elevadas, pese a que en 2009 se redujeron ligeramente debido, en parte, a la nueva normativa, que exige mayores recursos propios, especialmente para la cobertura del riesgo operativo<sup>4</sup>. Así, a finales de 2009, el exceso de recursos propios era 3,7 veces superior al volumen de recursos exigible para las sociedades de valores y 1,5 veces para las agencias de valores. Como se observa en el gráfico 8.2, la mayoría de las sociedades de valores tenían un margen de cobertura sobre recursos propios exigibles superior al 200%, aunque las agencias de valores estaban por debajo de este umbral. Seis entidades finalizaron 2009 con déficit de recursos propios (cinco agencias de valores y una sociedad de valores). Las entidades con

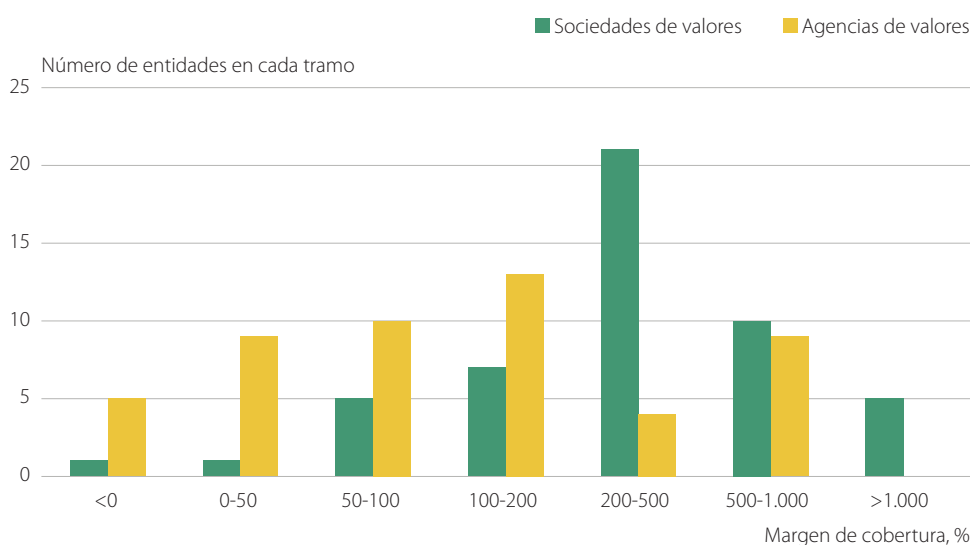
4. Circular 12/2008, de la CNMV, sobre solvencia de las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables.

déficit de solvencia son objeto de un seguimiento específico por parte de la CNMV para que, de acuerdo con lo previsto en la normativa, diseñen planes de viabilidad adecuados para erradicar esta situación lo antes posible.

Debe señalarse que, el 5 marzo de 2010, una agencia de valores publicó un hecho relevante en el que comunicó haber presentado solicitud de concurso voluntario, por lo que la CNMV acordó su intervención, así como la suspensión de su actividad, con objeto de garantizar la máxima protección de los inversores. El concurso de acreedores se declaró el pasado 23 de marzo.

### Margen de cobertura sobre los recursos propios exigibles de las sociedades y agencias de valores. 2009

GRÁFICO 8.2



Fuente: CNMV.

#### 8.2.2 Sociedades gestoras de cartera

Durante 2009 se dio de baja una sociedad gestora de cartera (SGC), por lo que, al cierre del ejercicio, había nueve entidades de este tipo registradas en la CNMV. Cabe recordar que, durante los últimos años, el número de SGC se ha ido reduciendo, en parte, debido al traslado de la actividad de gestión de patrimonios a la matriz de los grupos financieros o a otras filiales.

Al cierre del ejercicio, el patrimonio gestionado por las SGC ascendía a 2.976 millones de euros, un 3,4% más que en 2008. La principal partida de ingresos, las comisiones por gestión de carteras, disminuyó un 10,3%, mientras que el número de carteras gestionadas se redujo en un 2,9%. Como se indica en el cuadro 8.7, el margen bruto cayó un 16,4%, si bien este descenso fue compensado por la reducción de los gastos de explotación, lo que permitió un aumento del resultado neto de explotación. Los beneficios antes de impuestos agregados ascendieron a 1,4 millones de euros, un 19,9% superiores a los contabilizados en el año anterior. Dos entidades presentaban pérdidas al cierre del ejercicio.

En cuanto a los requisitos de solvencia, la mayoría de las SGC continuaron disfrutando de una situación holgada, a pesar de la mayor exigencia de la nueva normativa, antes referida. A finales de 2009, las entidades mantenían, en conjunto, un exceso de recursos propios sobre los exigibles del 149%.

## Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGC<sup>1</sup>

CUADRO 8.7

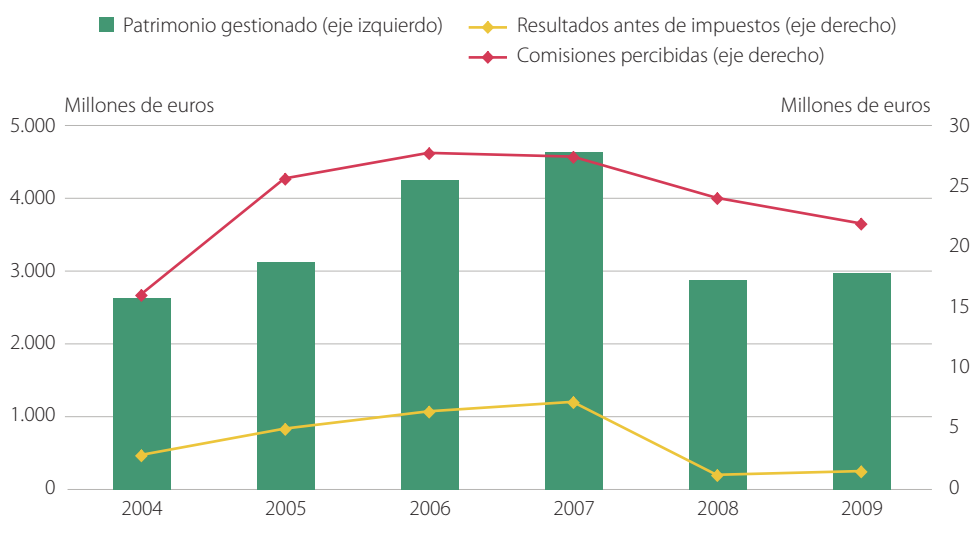
Entidades financieras  
y servicios de inversión  
Prestación de servicios  
de inversión

Importes en miles de euros			
	2008	2009	% var. 09/08
<b>Margen de intereses</b>	<b>1.482</b>	<b>341</b>	<b>-77,0</b>
<b>Comisiones netas</b>	<b>12.044</b>	<b>10.820</b>	<b>-10,2</b>
Comisiones percibidas	23.877	21.835	-8,6
Comercialización de IIC	66	18	-73,0
Gestión de carteras	20.683	18.549	-10,3
Asesoramiento en materia de inversión	2.484	2.698	8,6
Otras	644	571	-11,4
Comisiones satisfechas	11.833	11.016	-6,9
<b>Resultado de inversiones financieras</b>	<b>-108</b>	<b>92</b>	<b>—</b>
Diferencias de cambio netas	13	5	-58,4
Otros productos y cargas de explotación	-432	-389	9,9
<b>Margen bruto</b>	<b>13.000</b>	<b>10.869</b>	<b>-16,4</b>
Gastos de explotación	11.330	9.142	-19,3
Personal	6.488	4.946	-23,8
Generales	4.842	4.196	-13,3
Amortizaciones y otras dotaciones	512	198	-61,4
Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	0	135	—
<b>Resultado neto de explotación</b>	<b>1.157</b>	<b>1.395</b>	<b>20,5</b>
Otras ganancias y pérdidas	-8	-15	-105,1
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>1.150</b>	<b>1.379</b>	<b>19,9</b>
Impuesto sobre beneficios	385	419	8,9
<b>Resultado de actividades continuadas</b>	<b>765</b>	<b>961</b>	<b>25,5</b>
Resultado de actividades interrumpidas	0	0	—
<b>Resultado neto del ejercicio</b>	<b>765</b>	<b>961</b>	<b>25,5</b>

Fuente: CNMV. (1) Incluye la información de todas las entidades que estuvieron dadas de alta en los registros de la CNMV en cualquier momento del ejercicio, no sólo al finalizar el mismo.

## Patrimonio gestionado, comisiones percibidas y resultados antes de impuestos de las SGC

GRÁFICO 8.3



Fuente: CNMV.

### 8.2.3 Empresas de asesoramiento financiero (EAFI)

Las EAFI efectúan exclusivamente recomendaciones personalizadas a sus clientes sobre sus operaciones en instrumentos financieros. Su reconocimiento como empresas de servicios de inversión se halla en la Ley 47/2007, que traspuso a nuestro ordenamiento jurídico la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) y fue desarrollada posteriormente por el Real Decreto 217/2008 y la Circular 10/2008 de la CNMV. Se trata, por tanto, de un tipo de ESI de muy reciente implantación en España.

En 2009 se constituyeron las primeras entidades de este tipo, ascendiendo a 16 el número de altas registradas en la CNMV, todas ellas correspondientes a entidades independientes. Los datos disponibles en la fecha de elaboración de este informe revelan que el grueso de los contratos de asesoramiento suscritos con estas entidades corresponde a clientes minoristas (un 91% de los 275 contratos contabilizados hasta la fecha), mientras que el patrimonio asesorado asciende a 1.355 millones de euros.

### 9.1 Entidades de capital-riesgo registradas en la CNMV

El ejercicio 2009 se ha caracterizado por el retroceso experimentado en el número de nuevas entidades de capital-riesgo (ECR). En particular, se produjeron 19 altas frente a las 55 entidades registradas en 2008, lo que supone un descenso del 65,4%. La caída en el número de nuevas entidades ha sido similar en el caso de las sociedades, los fondos y las gestoras, con retrocesos del 66,6%, el 64% y el 66,6%, respectivamente.

Otro aspecto destacable en 2009 ha sido el aumento en el número de bajas, con un incremento del 44,4% con respecto a lo sucedido en 2008. En este contexto, debe destacarse el número de bajas en sociedades de capital-riesgo (diez bajas, frente a cinco en 2008), principalmente en sociedades con accionariado de carácter familiar.

El balance final de altas y bajas arroja un saldo neto de seis nuevas entidades. El número total de entidades registradas, incluidas las entidades de capital-riesgo y las sociedades gestoras, se cifraba en 328 al cierre del ejercicio, cuyo desglose se ofrece en el cuadro 9.1.

#### Altas y bajas en el registro de ECR en 2009

CUADRO 9.1

	Situación a 31/12/2008	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2009
Fondos de capital-riesgo	95	7	1	101
Sociedades de capital-riesgo	154	9	10	153
Sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo	73	3	2	74
<b>Total</b>	<b>322</b>	<b>19</b>	<b>13</b>	<b>328</b>

Fuente: CNMV.

En cuanto a las principales características de las nuevas entidades registradas en 2009, cabe señalar lo siguiente:

- Como ya ocurriera en 2008, la mayor parte de las entidades registradas en 2009 se acogen a la modalidad de régimen simplificado (el 94% de los casos).
- La mayoría de las nuevas entidades de capital-riesgo que se han inscrito en 2009 se centra en operaciones en pequeñas empresas y en las fases iniciales de desarrollo, sin que se hayan inscrito entidades dedicadas a operaciones apalancadas, a diferencia de lo que sucedió en años anteriores.
- En cuanto a los sectores de actividad, han seguido siendo especialmente relevantes las entidades de capital-riesgo centradas en las energías renovables (funda-

mentalmente, en energía solar fotovoltaica), así como las entidades centradas en el sector tecnológico y, en particular, en el área de la nanotecnología.

- La actividad de los nuevos vehículos de capital-riesgo se centra en España.

## 9.2 Algunos datos relevantes del sector

De acuerdo con los datos preliminares de la Asociación Española de Capital Riesgo (ASCRI), la inversión en capital-riesgo en España cayó en 2009 un 47% con relación a 2008, situándose en 1.617 millones de euros. No obstante, el descenso en el número de operaciones se cifra en sólo un 5%, lo que implica que el volumen medio por operación se redujo desde los 3,3 millones de euros en 2008 a 1,9 millones en 2009.

Como ha venido ocurriendo desde 2008, el descenso de las inversiones de las entidades de capital-riesgo se explica tanto por las dificultades para obtener financiación como por el aumento de la percepción de riesgo de los inversores institucionales hacia este tipo de inversión. De acuerdo con ASCRI, el 53% del volumen invertido corresponde a operaciones de empresas en expansión, seguido del 33% en operaciones apalancadas y el 7% en operaciones en empresas en etapas iniciales.

En cuanto a la captación de fondos, ASCRI ha estimado una cifra de 955 millones de euros, lo que supone un descenso del 65% con relación al año 2008. Aún así, como consecuencia del volumen de fondos captados durante los tres años anteriores, los operadores de capital-riesgo disponen de cerca de 5.000 millones de euros para poder invertir.

Por último, en cuanto a las desinversiones, aunque han aumentado en un 21% respecto a 2008, una gran parte de las mismas se ha debido al reconocimiento de minusvalías, que viene explicado, en muchos casos, por dificultades para refinanciar la deuda.

## **IV La regulación y supervisión de los mercados de valores**





## 10 Información financiera y de gobierno corporativo de los emisores

### 10.1 Información financiera

#### 10.1.1 Información de auditorías y cuentas anuales<sup>1</sup>

Las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea, cuando España sea Estado Miembro de origen, tienen la obligación de remitir a la CNMV el informe de auditoría junto con las cuentas anuales, el informe de gestión y las declaraciones de responsabilidad sobre su contenido, con las excepciones previstas en la normativa<sup>2</sup>.

#### Principales características de la información presentada

En 2009, la CNMV recibió los informes de auditoría de las cuentas anuales, individuales y consolidadas, correspondientes al ejercicio 2008. El número total de informes recibidos ascendió a 915, lo que supone un incremento del 4,6% respecto al año anterior, que se explica por el aumento de los fondos de titulización. Sin embargo, el número de informes correspondientes a emisores con acciones admitidas a negociación disminuyó un 5,6%, debido a las exclusiones y fusiones que tuvieron lugar durante el ejercicio 2008. Asimismo, la CNMV recibió un total de 56 informes especiales de auditoría<sup>3</sup>.

En los informes de auditoría correspondientes a las cuentas anuales de 2008 se observa un nuevo aumento en el número de informes que contienen alguna salvedad, que supusieron el 6% del total (véase cuadro 10.2). Excluidos los fondos de titulización, cuyos informes de auditoría presentaron, en todos los casos, una opinión favorable, se aprecia un aumento todavía mayor de los informes con salvedades, que pasaron del 6,9% del total en 2007 al 11,6% en 2008. En dos sociedades, que están actualmente en proceso de liquidación y tienen suspendida su cotización, el auditor denegó su opinión, mientras que en una tercera la opinión fue desfavorable.

1. Esta información se encuentra disponible en el sitio [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es), en el apartado "Registro oficial de las cuentas anuales auditadas", bajo los epígrafes "Consultas a registros oficiales", "Entidades emisoras: información regulada y otra", "Informes financieros anuales".
2. Artículo 35 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores. Los entes excluidos de esta obligación son "[...] Estados miembros de la Unión Europea, las Comunidades Autónomas, los entes locales y las demás entidades análogas [...], los organismos públicos internacionales de los que sea miembro al menos un Estado miembro de la Unión Europea, el Banco Central Europeo, y los Bancos Centrales nacionales de los Estados miembros [...]; y los emisores que tengan únicamente emisiones vivas de valores de deuda admitidas a negociación en un mercado secundario oficial [...] cuyo valor nominal unitario sea al menos 50.000 € [...]".
3. Los informes especiales de auditoría tienen por finalidad actualizar la información de las auditorías que contienen salvedades. Dicha actualización se realiza al cierre del primer semestre del ejercicio siguiente al correspondiente a la auditoría con salvedades.

En cuanto al motivo de las salvedades, continuó descendiendo el número de informes de auditoría con errores o incumplimientos (opinión con excepciones) respecto a los principios y normas contables generalmente aceptados. Únicamente seis informes de auditoría presentaron en el ejercicio 2008 una salvedad cuantificada, mientras que en el ejercicio 2007 habían sido once.

### Resumen de las auditorías de entidades emisoras recibidas en la CNMV

CUADRO 10.1

	Ejercicio 2006		Ejercicio 2007		Ejercicio 2008	
	Número	%	Número	%	Número	%
<b>Auditorías recibidas en la CNMV</b>	<b>845</b>	<b>100,0</b>	<b>875</b>	<b>100,0</b>	<b>915</b>	<b>100,0</b>
Cuentas individuales	621	73,5	671	76,7	721	78,8
Cuentas consolidadas	224	26,5	204	23,3	194	21,2
Informes especiales O.M. 30/9/92	30		34		56	
<b>Opinión de auditoría</b>						
Opinión favorable	807	95,5	840	96,0	860	94,0
Opinión con excepción por uniformidad	5	0,6	0	0,0	0	0,0
Opinión con otras salvedades	33	3,9	35	4,0	55	6,0
<b>Tipos de salvedades excluidas las excepciones por uniformidad</b>						
Auditorías con excepciones	15	1,8	11	1,3	6	0,7
Auditorías con incertidumbres y otras	21	2,5	28	3,2	52	5,7
Auditorías con limitaciones	0	0,0	3	0,3	6	0,7
<b>Efectos de las excepciones</b>						
<b>Efectos sobre resultados de las excepciones</b>						
Auditorías con efectos positivos	0	0,0	2	0,2	2	0,2
Auditorías con efectos negativos	14	1,7	7	0,8	0	0,0
<b>Efectos sobre patrimonio de las excepciones</b>						
Auditorías con efectos positivos	8	0,9	0	0,0	0	0,0
Auditorías con efectos negativos	2	0,2	1	0,1	2	0,2
<b>Naturaleza de las incertidumbres y otras</b>						
Continuidad del negocio	4	0,5	12	1,4	35	3,8
Contingencias fiscales	3	0,4	1	0,1	3	0,3
Recuperación de activos	11	1,3	8	0,9	19	2,1
Contenciosos y litigios	8	0,9	5	0,6	5	0,5
Otras incertidumbres	2	0,2	4	0,5	9	1,0
Denegación de opinión u opinión adversa	1	0,1	5	0,6	3	0,3

Fuente: CNMV.

Las limitaciones al alcance (opiniones con limitaciones) son salvedades especialmente preocupantes, porque reflejan que el auditor no ha dispuesto de información suficiente para formarse una opinión fundada al respecto. Inicialmente, en lo tocante a las cuentas de 2008, se registraron once informes de auditoría con limitaciones de alcance, correspondientes a siete emisores de valores. Sin embargo, tras los requerimientos remitidos por la CNMV, una vez aplicados los procedimientos establecidos en las Normas Técnicas de Auditoría, los auditores obviaron las limitaciones en cinco de estos informes, correspondientes a tres entidades, mientras que, en una cuarta entidad, la limitación fue eliminada en el informe especial de auditoría.

En el caso de las salvedades por incertidumbre, el auditor refleja dudas sobre la capacidad de la sociedad o su grupo para continuar sus actividades. Su número prácticamente se ha duplicado, al pasar de 28 informes en el ejercicio 2007 a 52 informes en 2008, debido, principalmente, al aumento de las entidades con riesgos significativos de continuidad en sus negocios.

### Actuaciones de la CNMV

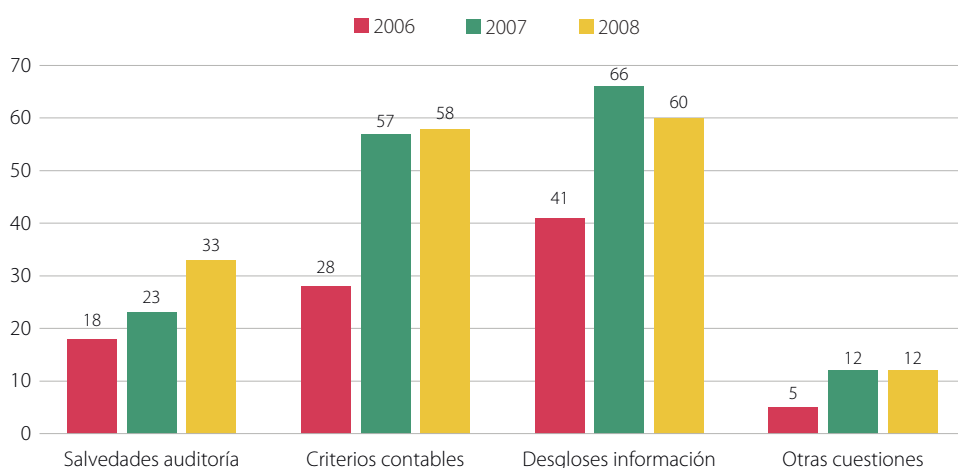
La CNMV comprueba y publica todas las opiniones contenidas en los informes de auditoría. En particular, comprueba que la información pública regulada se haya elaborado de conformidad con la normativa aplicable y procede, en caso contrario, a requerir su cumplimiento. Además, la CNMV realiza una revisión sustantiva sobre un número determinado de cuentas anuales auditadas. Para identificar las entidades que serán objeto de revisión sustantiva se aplica un modelo mixto de selección basado en el riesgo y en la rotación aleatoria, que se ajusta a los principios establecidos en el estándar número 1 del Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR), sobre información financiera.

En la revisión formal de las cuentas anuales e informes de gestión correspondientes al ejercicio 2008 se ha realizado un especial seguimiento de: (i) la transición al Nuevo Plan General de Contabilidad en las cuentas anuales individuales; (ii) la declaración de responsabilidad sobre el contenido de los informes financieros anuales, firmada por los administradores (Artículo 8 del Real Decreto 1362/2007); (iii) la inclusión del informe anual de gobierno corporativo (IAGC) en el informe de gestión (Artículo 202 de la Ley de Sociedades Anónimas); (iv) la información sobre la gestión de capital de las sociedades (NIC1.124A-C); (v) la dotación del fondo de reserva en los fondos de titulación de activos; (vi) la formulación de cuentas anuales no abreviadas (artículos 175, 176, 201 de la Ley de Sociedades Anónimas); y (vii) las diferencias existentes entre las cuentas anuales y la información financiera correspondiente al segundo semestre.

La revisión sustantiva realizada sobre las cuentas anuales y los informes de gestión de las sociedades emisoras ha dado lugar al envío de requerimientos a 69 entidades en relación con salvedades de auditoría, omisiones de información, aclaraciones de los criterios contables y métodos de valoración aplicados, cuya distribución y evolución reciente quedan reflejadas en el gráfico 10.1.

Revisiones sustantivas: número de requerimientos según motivo

GRÁFICO 10.1



En el proceso de revisión de las cuentas anuales, la CNMV ha mantenido reuniones de trabajo con 41 entidades cotizadas y con cada una de las seis mayores firmas de auditoría, clasificadas en función del número de informes recibidos, que representan el 97% del total.

Para facilitar la difusión de la información financiera, la CNMV pone a disposición del público, a través de su sitio web, el texto completo de las cuentas anuales, el informe de gestión y el informe de auditoría de las sociedades emisoras, tanto individual como consolidado, así como un resumen de las salvedades de auditoría, la respuesta a los requerimientos remitidos y los informes especiales de auditoría. También se publica, de conformidad con las recomendaciones de CESR, un informe anual sobre la supervisión de las cuentas anuales recibidas en la CNMV, donde se describen las principales incidencias detectadas en la revisión de los estados financieros anuales y de periodos intermedios y se identifican áreas de los estados financieros que serán objeto de una mayor atención en el proceso de revisión de las cuentas anuales del ejercicio 2009.

En el caso de dos entidades emisoras, la CNMV ha exigido la reformulación de las cuentas consolidadas de 2008, así como la rectificación de la información pública periódica consolidada de dicho ejercicio, al haberse detectado incumplimientos de los principios de reconocimiento y valoración recogidos en la normativa vigente, con un elevado impacto material. Asimismo, en otros emisores, se han identificado incumplimientos de los principios de reconocimiento y valoración que, por su materialidad, no han requerido la reformulación de las cuentas anuales, pero que deben subsanarse en las cuentas anuales del ejercicio 2009 mediante la correspondiente información comparativa con el ejercicio anterior.

### 10.1.2 Información periódica semestral y trimestral

Las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea deben remitir a la CNMV, cuando España sea Estado Miembro de origen, información financiera con carácter trimestral y semestral<sup>4</sup>.

La CNMV realiza un seguimiento continuo de las informaciones financieras intermedias para detectar elementos que puedan suscitar dudas respecto a la aplicación de las normas contables. La revisión de esta información tiene un alcance inferior al de las cuentas anuales, por su menor duración (se realiza, exclusivamente, durante el mes siguiente a su recepción en la CNMV) y porque se trata de información resumida.

Como consecuencia de los trabajos de revisión, la CNMV exigió corregir errores o pidió aclaraciones a un total de 101 entidades respecto a los estados financieros del segundo semestre de 2008 y a 40 respecto al informe del primer semestre de 2009.

Debe señalarse que un 35% de los emisores, frente a un 38% del año anterior, sometieron sus cuentas anuales resumidas del primer semestre de 2009 a revisión limitada o a auditoría completa<sup>5</sup>. Este porcentaje se eleva al 76% (65% en 2008) si se

4. Artículo 35 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores.

5. En una auditoría completa, las conclusiones del informe del auditor ofrecen una seguridad razonable sobre los estados financieros intermedios, mientras que, en los trabajos de revisión limitada, la seguridad es más reducida. En 2009, optaron por la primera doce entidades y por la segunda 75 (once y 82 entidades, respectivamente, en 2008).

consideran, únicamente, las entidades que forman parte del Ibex 35. En el 90% de los informes de auditoría y de revisión limitada, el auditor no manifestó ninguna objeción a la información financiera intermedia.

### 10.1.3 Novedades en la regulación

El 31 de marzo de 2009 se publicó en el BOE la Circular 2/2009, de 25 de marzo, de la CNMV, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de titulización. La Circular realiza la adaptación normativa de la contabilidad de los fondos de titulización, teniendo en cuenta sus especiales características, legales y operativas, entre las que destacan un patrimonio neto nulo y la ausencia de personalidad jurídica. Dicha adaptación se ha basado en el Código de Comercio y respeta los principios establecidos en el Plan General de Contabilidad aprobado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre. La Circular también establece mayores exigencias de información con un doble objetivo: reforzar el nivel de transparencia y facilitar un mayor seguimiento y análisis, a nivel europeo, de la evolución de estas estructuras de titulización de activos.

Por otra parte, durante el pasado año se constituyó, a iniciativa del Comité Ejecutivo de la CNMV, un grupo de expertos sobre sistemas de control interno de la información financiera de las sociedades cotizadas, con el encargo de formular recomendaciones en esta materia que refuercen la fiabilidad de la información financiera. El grupo propuso, entre otras conclusiones, la modificación del informe anual de gobierno corporativo, para que las entidades faciliten información al mercado sobre sus sistemas de control interno en materia de información financiera (véase recuadro 10.1).

#### Grupo de expertos sobre sistemas de control interno de la información financiera en las entidades cotizadas

RECUADRO 10.1

Con la finalidad de aumentar la transparencia de los sistemas de control interno de las entidades cotizadas, el Comité Ejecutivo de la CNMV acordó el 16 de abril de 2009 la creación de un grupo de expertos para elaborar un informe con recomendaciones de control interno sobre la fiabilidad de la información financiera. El informe solicitado debía incluir: (i) propuestas de cambios en la regulación, (ii) un catálogo de principios y buenas prácticas, (iii) guías de apoyo para informar y supervisar y (iv) propuestas de tratamiento de las entidades que solicitan por primera vez su admisión a negociación.

El grupo, integrado por expertos de sociedades cotizadas, las cuatro firmas de auditoría externa más representativas en los mercados de valores y el Instituto de Auditoría Interna, ha revisado tanto el actual marco normativo español como el de otros países de nuestro entorno, y ha establecido un conjunto de recomendaciones de buenas prácticas relativas a los sistemas de control interno de la información financiera de las entidades cotizadas (SCIIF).

En relación con los SCIIF debe señalarse que se está tramitando el Proyecto de Ley de Auditoría de Cuentas, remitido por el Gobierno al Congreso de los Diputados en octubre de 2009, que contempla nuevas competencias de los comités de auditoría de las entidades cotizadas, entre las que figura la supervisión de la eficacia del control interno y los sistemas de gestión de riesgos.

Como resultado de sus deliberaciones, el grupo de expertos ha propuesto:

- Desarrollos normativos a partir de la aprobación de las iniciativas legislativas mencionadas. En concreto, modificación del IAGC para que las entidades informen sobre su SCIIF.
- Un marco de referencia de principios generales y buenas prácticas, cuya finalidad es ayudar a las entidades cotizadas en el diseño, implantación, funcionamiento y supervisión de su SCIIF.
- Una guía, basada en el marco de referencia, que ha sido elaborada para incluir los requisitos básicos de información que deberían publicar las entidades cotizadas sobre el SCIIF.
- Una guía de actuación que ha sido elaborada para desarrollar la función de supervisión del SCIIF por parte del comité de auditoría.
- Que las entidades que soliciten la admisión a cotización, respecto de la información a publicar sobre su SCIIF, estén sujetas a los mismos requisitos que las entidades cotizadas cuando hayan accedido al mercado.
- Recomendar que el auditor externo realice una revisión de alcance limitado sobre la información que se publique del SCIIF y que, cuando no se haga, se informe de los motivos.

El documento de conclusiones, que ha sido sometido a consulta pública durante dos meses y presentado en las cuatro bolsas españolas, será sometido a la aprobación, en su caso, del Comité Ejecutivo de la CNMV.

## 10.2 Información referida a accionistas significativos, consejeros, directivos y autocartera (reales decretos de Transparencia y Abuso de Mercado<sup>6</sup>)

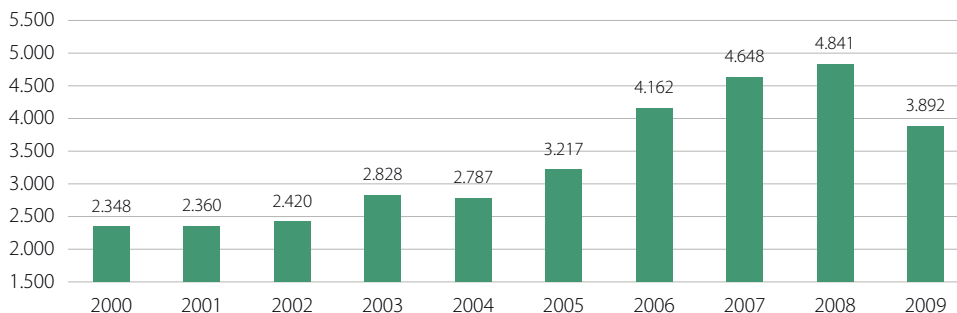
Durante el ejercicio 2009 se han validado un total de 3.892 notificaciones, lo que supone un descenso del 20% respecto a 2008 (véase gráfico 10.2). El 34% de las notificaciones se han presentado por vía telemática (CIFRADO/CNMV). Las notificaciones validadas representan el 84% de las remitidas (4.640), habiendo sido las restantes anuladas o sustituidas, en su caso, por nuevas comunicaciones. El número de notificaciones erróneas anuladas se ha reducido un 33% respecto al año 2008.

6. Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea y Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado (modificado por RD 364/2007, de 16 de marzo).

En cuanto a la distribución de las notificaciones registradas, el 71% corresponden a consejeros (65% en 2008), el 14% a accionistas significativos no consejeros (18% en 2008), el 10% corresponden a directivos, porcentaje similar al de 2008, y el 5% restante a las operaciones de autocartera (6% en 2008).

### Número de notificaciones registradas

GRÁFICO 10.2

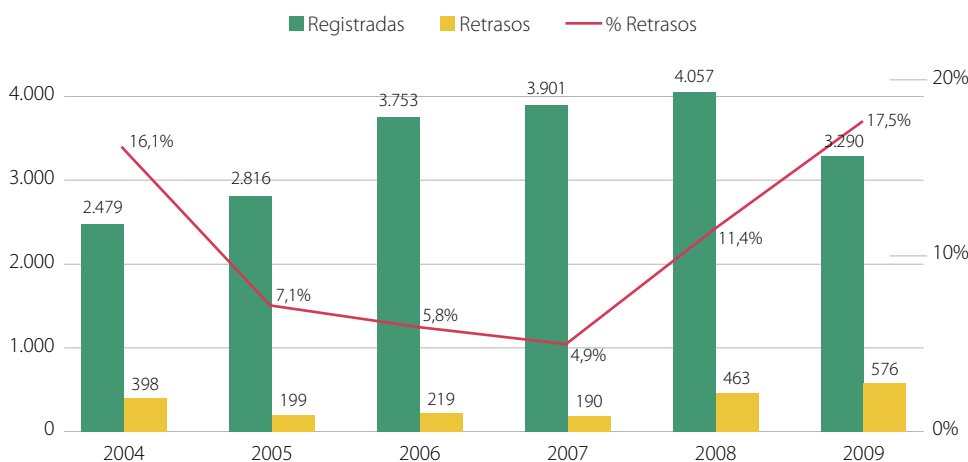


Fuente: CNMV.

El número de comunicaciones recibidas fuera de plazo durante 2009 ascendió a 650, de las cuales el 89% correspondieron a comunicaciones presentadas por consejeros y accionistas significativos. Como se aprecia en el gráfico 10.3, las demoras en estas comunicaciones se han incrementado de manera importante durante los dos últimos años. Durante el pasado ejercicio, la CNMV remitió requerimientos a un total de 100 sujetos obligados, solicitando explicaciones por la demora. De acuerdo con las respuestas recibidas, el 79% de los sujetos requeridos justificó el retraso alegando errores de interpretación de la nueva normativa, fundamentalmente asociados a la reducción del plazo de presentación, o fallos administrativos o de control interno<sup>7</sup>. El resto alegó diversos motivos.

### Notificaciones de consejeros y accionistas significativos presentadas con demora

GRÁFICO 10.3



Fuente: CNMV.

7. Los reales decretos de Transparencia y Abuso de Mercado redujeron a cuatro y cinco días bursátiles, respectivamente, el plazo de notificación de los accionistas significativos y consejeros, frente a los siete días hábiles que establecía la anterior normativa.

## Notificaciones referidas a accionistas significativos no consejeros

De acuerdo con el Real Decreto de Transparencia, el primer umbral de notificación de los derechos de voto de los accionistas significativos se sitúa en el 3%. Si el accionista está domiciliado en un paraíso fiscal, este umbral sujeto a notificación se reduce al 1% y sus respectivos múltiplos. En 2009 se presentaron 526 notificaciones de este tipo, que afectaban a 102 sociedades cotizadas y correspondían a 229 accionistas distintos. El número total de notificaciones validadas descendió un 39,7% respecto a 2008, aunque debe tenerse en cuenta que, en dicho ejercicio, se produjo un fuerte aumento de la mismas, debido a la introducción, por primera vez, del umbral obligatorio del 3%, que obligó a remitir una comunicación a todos los accionistas con participaciones comprendidas entre el 3% y el 5%. En el descenso de las comunicaciones también influyó la caída de la contratación bursátil, así como el escaso número de sociedades incorporadas a cotización (véase capítulo 3). El cuadro 10.2 muestra la distribución de las notificaciones recibidas, agrupadas por tramos de derechos de voto y por capitalización bursátil de las sociedades afectadas.

### Número de notificaciones sobre derechos de voto correspondientes a accionistas significativos

CUADRO 10.2

Sociedades	Derechos de voto			
	Menos del 5%	Entre el 5% y el 30%	Entre el 30% y el 50%	Más del 50%
Ibex 35	127	52	3	9
Más de 1.000 millones de euros	14	14	1	7
Menos de 1.000 millones de euros	136	121	7	13
Excluidas	7	6	1	8
<b>Total</b>	<b>284</b>	<b>193</b>	<b>12</b>	<b>37</b>
% sobre el total	54%	37%	2%	7%

Fuente: CNMV.

Los accionistas también están obligados a notificar a la CNMV la adquisición o transmisión de instrumentos financieros que proporcionen al tenedor el derecho a adquirir una participación significativa en términos de derechos de voto. En 2009 se han recibido diez notificaciones de este tipo (18 en 2008), presentadas por seis accionistas y que afectan a seis sociedades cotizadas. En todos los casos, las notificaciones informaban de la ejecución de derechos asociados a instrumentos financieros adquiridos el año anterior, sin que se haya formalizado ningún nuevo instrumento.

### Notificaciones referidas a los consejeros

El Real Decreto sobre Abuso de Mercado obliga a los consejeros de las sociedades cotizadas a notificar todas las operaciones que realicen sobre acciones o instrumentos financieros cuyo subyacente sean las acciones de la sociedad cotizada donde ejercen el cargo. Además, el Real Decreto de Transparencia obliga a los consejeros a informar de la posesión final de derechos de voto o instrumentos financieros.



Como se aprecia en el cuadro 10.3, el número de notificaciones referidas a derechos de voto correspondientes a los consejeros (2.365) experimentó un significativo descenso respecto al año anterior, al igual que el número de sociedades (141) y consejeros afectados (882).

La regulación y supervisión de los mercados de valores  
Información financiera y de gobierno corporativo de los emisores

### Número de notificaciones sobre derechos de voto correspondientes a consejeros

CUADRO 10.3

Sociedades	Emisores		Notificaciones		Consejeros	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Ibex 35	33	34	743	865	294	286
Más de 1.000 millones de euros	15	14	341	219	122	96
Menos de 1.000 millones de euros	106	90	1.632	1.259	540	485
Excluidas / Otros	9	3	138	22	43	15
<b>Total</b>	<b>163</b>	<b>141</b>	<b>2.854</b>	<b>2.365</b>	<b>999</b>	<b>882</b>

Fuente: CNMV.

La evolución de las comunicaciones sobre derechos de voto contrasta con la correspondiente a las notificaciones sobre instrumentos financieros, que aumentaron casi un 25%. En total, se recibieron 389 notificaciones de este tipo, que afectaban a 27 sociedades cotizadas, de las que 15 pertenecían al Ibex 35.

El Real Decreto de Transparencia también obliga a notificar la delegación de derechos de voto recibidos u otorgados para las juntas generales de accionistas. En 2009 se han recibido 25 notificaciones de este tipo, correspondientes a nueve sociedades. En 24 casos se notificaba haber recibido derechos de voto para su representación y, en el restante, se otorgaban derechos de voto.

### Notificaciones referidas a los directivos

El Real Decreto sobre Abuso de Mercado obliga a los directivos de las sociedades cotizadas a notificar todas las adquisiciones o transmisiones, efectuadas tanto de forma directa como indirecta, a través de terceros con vínculos estrechos, de instrumentos financieros cuyo subyacente esté formado por acciones de la sociedad cotizada donde ocupan el cargo. Los directivos no están obligados a informar de la posición final. En 2009 se recibieron 390 notificaciones de directivos, que afectaron a 41 sociedades, frente a 480 notificaciones y 61 sociedades en 2008.

### Comunicaciones de autocartera

De acuerdo con el Real Decreto de Transparencia, el emisor de acciones admitidas a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea, para el que España sea Estado de origen, comunicará a la CNMV la proporción de derechos de voto que quede en su poder cuando realice adquisiciones que alcancen o superen el 1% de los derechos de voto totales. Conviene señalar que, desde abril de 2009, el límite máximo de autocartera previsto por la Ley de Sociedades Anónimas para las sociedades cotizadas pasó del 5% al 10%.

Durante 2009, se han validado un total de 212 notificaciones de operaciones con acciones propias (304 en 2008) que afectaron a 70 emisores, lo que significa un descenso del 30,3% respecto a 2008. El cuadro 10.4 muestra la distribución de las notificaciones agrupadas por su capitalización bursátil y por el porcentaje de posesión final de acciones propias.

#### Número de notificaciones de autocartera según posición final

CUADRO 10.4

	Total emisores	Menos del 1%	Entre el 1 y el 2%	Entre el 2 y el 3%	Entre el 3 y el 4%	Entre el 4 y el 5%	Más del 5%
Ibex 35	18	11	2	2	2	—	1
Más de 1.000 millones de euros	5	0	2	1	1	—	1
Menos de 1.000 millones de euros	47	18	9	13	4	1	2
<b>Total</b>	<b>70</b>	<b>29</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>7</b>	<b>1</b>	<b>4</b>

Fuente: CNMV.

#### Pactos parasociales

La Ley de Transparencia exige dar publicidad a los pactos parasociales que afecten a las sociedades cotizadas o a las entidades que ejercen el control sobre una cotizada. Las comunicaciones se registran como hecho relevante. Los pactos pueden regular el ejercicio de los derechos de voto o restringir la libre transmisibilidad de las acciones. Si se da la primera circunstancia, la CNMV analiza su efecto en las notificaciones de participaciones significativas.

Durante 2009, se recibieron un total de 22 comunicaciones sobre pactos parasociales, que afectaron a 15 sociedades cotizadas. Cinco de estas comunicaciones correspondían a dos sociedades que se habían fusionado, dos notificaban la finalización de los acuerdos, cuatro informaban sobre modificaciones en los pactos y las once restantes hacían referencia a nuevos pactos que afectaban a ocho sociedades cotizadas.

### 10.3 Gobierno corporativo

En el año 2009, 164 sociedades anónimas cotizadas, 43 cajas de ahorro y otros 23 emisores de renta fija presentaron el informe anual de gobierno corporativo (IAGC) del ejercicio 2008. En general, no se han producido incidencias en el envío y la recepción telemática de los informes, si bien se ha requerido a 25 sociedades por haberlo remitido fuera de plazo o por no haberlo incorporado al informe de gestión.

A partir de los IAGC remitidos, la CNMV elabora y publica anualmente un informe donde se analizan, en términos agregados, las principales pautas de gobierno corporativo de los emisores y una diversidad de datos estadísticos individualizados de cada entidad. La CNMV ha sido pionera en la publicación de este tipo de informes respecto a otros supervisores internacionales.

### 10.3.1 Aspectos más significativos de las prácticas de gobierno de las sociedades cotizadas

A nivel agregado, los aspectos más relevantes de las prácticas de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas son los siguientes:

#### Seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno (CUBG)

En general, se observa una mejoría en el grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado:

- i. En promedio, las sociedades cotizadas cumplen, de forma completa, el 77,1% de las recomendaciones (el 75,1% en 2007) y, de forma parcial, el 9,8% (el 10,2% en 2007). El seguimiento medio, de forma completa, aumenta hasta el 84,8% en las sociedades del Ibex.
- ii. Los avances más significativos se han producido en las recomendaciones sobre los estatutos y la junta general, categoría que también es la que registra un mayor porcentaje de seguimiento.
- iii. Las recomendaciones menos implantadas son las relativas al régimen de aprobación y transparencia de las retribuciones de los consejeros. Su seguimiento retrocede del 64% en 2007 al 62,6% en 2008.

#### Consejo de administración

El tamaño medio de los consejos de las 164 sociedades analizadas en 2008 es de 10,4 consejeros (14,5 en las empresas pertenecientes al Ibex). Este promedio se mantiene dentro del rango recomendado por el Código, pero es ligeramente superior al de los tres ejercicios anteriores.

En el 57,3% de las sociedades, el presidente del consejo es también su primer ejecutivo. En los últimos cuatro años, este porcentaje ha aumentado 9,3 puntos.

A nivel agregado, la proporción de consejeros independientes (30,2%) se mantiene ligeramente por debajo del mínimo de un tercio que recomienda el CUBG y aumenta el porcentaje de sociedades que no siguen esta recomendación (del 52,9% en 2007 al 54,3% en 2008).

Durante 2008, se ha registrado un ligero aumento en el número de consejeras en las sociedades cotizadas (siete más que en 2007), pasando su porcentaje del 7,5% en 2007 al 8,1% en 2008.

#### Comisiones delegadas

En los últimos cuatro años se aprecia que la presencia de los consejeros ejecutivos en la comisión ejecutiva siempre es mayor que en el consejo, pero esta diferencia se ha ido reduciendo progresivamente.

Los comités de auditoría del 78,7% de las sociedades están formados por un 100% de consejeros externos, y en un 41,5% los independientes son mayoría. Respecto a 2007,

ha aumentado el número de sociedades cuyo comité está presidido por un independiente, así como el de aquéllas donde todos los miembros son consejeros externos.

El 84,1% de las sociedades (el 78% en 2007) tienen constituida la comisión de nombramientos y retribuciones.

### Retribuciones del consejo y la alta dirección

La remuneración media por consejero ejecutivo aumentó un 8,8% en 2008, mientras que el promedio de los consejeros externos aumentó un 1,9% sobre 2007. Los conceptos retributivos de carácter fijo (remuneración fija y dietas) se incrementan cada año, aunque en 2008 lo hicieron de forma más moderada que en ejercicios anteriores. Por su parte, las remuneraciones variables de carácter anual ligadas a resultados –retribución variable y atenciones estatutarias– han disminuido por primera vez en 2008.

Los planes retributivos plurianuales (opciones y otros conceptos) tienen un comportamiento más cíclico. En 2008, se ha registrado un incremento del vencimiento de planes de opciones y una disminución de los planes de incentivos plurianuales no basados en acciones.

En el capítulo 2 se comentan las recomendaciones de la Comisión Europea de abril de 2009 sobre remuneraciones de los administradores de las sociedades cotizadas y la propuesta de actualización del CUBG, sometida a consulta pública en diciembre por la CNMV, en relación con las mismas. Asimismo, se comentan las medidas previstas en esta materia por el Proyecto de Ley de Economía Sostenible.

### Aplicación del principio de cumplir o explicar

El principio de cumplir o explicar fue introducido, por primera vez a nivel comunitario, por la Directiva 2006/46/EC, aunque en España ya había sido desarrollado por la Ley de Transparencia en 2003. El artículo 116 de la LMV obliga a las sociedades cotizadas a consignar en sus IAGC “la explicación de la falta de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo” para que los accionistas, los inversores y los mercados en general puedan juzgarlos.

El primer estudio publicado sobre la aplicación práctica de los códigos en Europa<sup>8</sup> destaca la necesidad de mejorar la calidad de la información de las empresas sobre las desviaciones a las recomendaciones del código que se les aplica y la necesidad de una mayor actuación de seguimiento, control y supervisión por parte de los agentes del mercado.

En el Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales del ejercicio 2008, publicado en diciembre de 2009, la CNMV incluyó por primera vez los resultados de un análisis similar al realizado a nivel europeo<sup>9</sup>. Más de la mitad de las explicaciones analizadas (el 53,2%) reiteran el hecho del incumplimiento o sólo indican la exis-

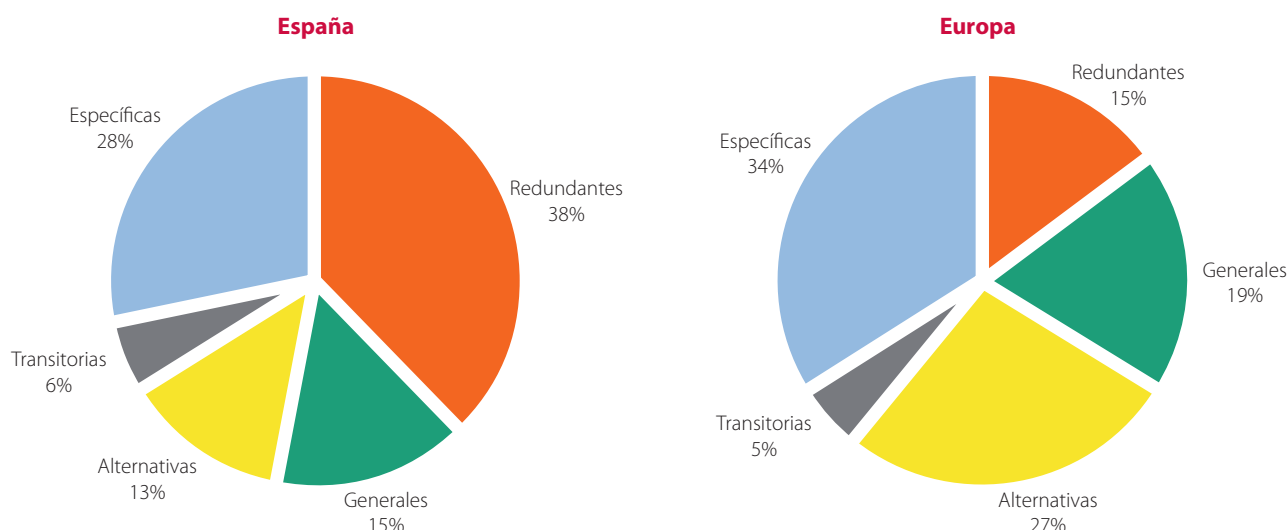
8. Véase RiskMetrics Group (2009).

9. Se analizan 382 explicaciones, proporcionadas por 126 sociedades, sobre la falta de seguimiento de la recomendación 12 del CUBG (proporción entre consejeros dominicales e independientes); la recomendación 13 (proporción de consejeros independientes); la recomendación 14 (explicación del carácter de los consejeros) y las recomendaciones 35 a 41, relativas a retribuciones.

tencia de una desviación respecto a la recomendación, sin explicar el motivo, o manifiestan un desacuerdo general con la recomendación. En el gráfico 10.4 se comparan los porcentajes correspondientes a las explicaciones proporcionadas por las sociedades españolas y las europeas.

### Clasificación de las explicaciones

GRÁFICO 10.4



Fuente: RiskMetrics Group y CNMV.

Tras la revisión de los criterios empleados por las sociedades cotizadas para informar en el IAGC sobre el grado de cumplimiento de las recomendaciones del Código Unificado o para explicar, en su caso, los motivos de su no seguimiento, se enviaron requerimientos a 34 sociedades (50 en 2008), solicitando información o aclaraciones adicionales sobre 28 de las 58 recomendaciones del Código (un 48,3% del total en 2009, frente a un 67% en 2008). La reducción en el número de incidencias y, por consiguiente, en el número de requerimientos enviados se explica, fundamentalmente, por su elevado número en 2008, primer año de revisión de los IAGC de las sociedades del Ibex 35. El cuadro 10.5 detalla las recomendaciones, clasificadas por grupo de recomendaciones del CUBG, requeridas en 2008 y 2009, junto con el número de sociedades requeridas. Sólo cuatro sociedades fueron objeto de requerimiento en ambos años.

### Requerimientos remitidos por la CNMV respecto a las recomendaciones del CUBG

CUADRO 10.5

Área a la que se refiere la recomendación	N.º de sociedades	
	2009	2008
Estatutos y junta general	6	4
Consejo de administración	36	71
Consejeros	19	29
Retribuciones	13	20
Comisiones	18	42

Fuente: CNMV.

El 23,5% de las compañías requeridas modificaron la información que constaba en el IAGC en el sentido indicado por la CNMV, mediante el envío de un nuevo informe. Otro 26,5% optó por enviar un escrito de rectificación o ampliación de información, que ha sido publicado en el sitio web de la CNMV como información adicional complementaria a su IAGC.

En el 50% de los casos no ha sido necesario realizar actuaciones adicionales, ya que con la información aportada se constataba que la sociedad había indicado correctamente el grado de seguimiento de las recomendaciones en su IAGC.

### Calificación de los miembros del consejo de administración

Se ha analizado el cumplimiento de las definiciones vinculantes de las distintas tipologías de consejeros, en especial la del consejero independiente. La revisión de 309 (280 en 2008) consejeros calificados como independientes, en una muestra de 88 sociedades, ha puesto de manifiesto algunas situaciones que podrían cuestionar la adecuada calificación de 25 consejeros (33 en 2008). Esto ha dado lugar al envío de requerimientos a 15 sociedades (22 en 2008), solicitando información adicional, aclaraciones o, en su caso, la publicación de un escrito con la nueva clasificación. El cuadro 10.6 ofrece un resumen estadístico de las condicio-

#### Requerimientos de la CNMV relacionados con la definición vinculante de consejero independiente en el CUBG<sup>1</sup>

CUADRO 10.6

Descripción de la condición incumplida	N.º sociedades requeridas		N.º consejeros afectados	
	2009	2008	2009	2008
Que hayan sido propuestos, ya sea para su nombramiento o renovación, por la comisión de nombramientos.	3	6	6	14
Que no mantengan o hayan mantenido durante el último año una relación de negocios importante con la sociedad o su grupo, un accionista significativo o su grupo, ya sea en nombre propio o como accionista significativo, consejero o alto directivo de la sociedad relacionada.	7	6	10	6
Que sean consejeros ejecutivos o altos directivos de otra sociedad distinta en la que algún consejero ejecutivo o alto directivo de la sociedad sea consejero externo.	1	—	1	—
Que hayan sido consejeros ejecutivos de sociedades del grupo, salvo que hubieran transcurrido cinco años.	3	3	6	3
Que no sean parientes hasta segundo grado de un consejero ejecutivo o alto directivo.	—	1	—	1
Que no posean una participación accionarial superior al 3%.	—	1	—	1
Que no hayan sido consejeros ejecutivos de una filial de un accionista significativo, salvo que hubieran transcurrido cinco años desde el cese de esa relación.	1	1	1	2
Se considerará como consejeros dominicales a quienes representen a accionistas significativos. Se presumirá que un consejero representa a un accionista significativo cuando sea consejero de dicho accionista.	1	3	1	3
Se considerará como consejeros ejecutivos a aquéllos que desempeñen funciones de alta dirección en alguna de las entidades del grupo.	—	1	—	3

Fuente: CNMV. (1) Código Unificado de Buen Gobierno.

nes de la definición de consejero independiente que han sido objeto de requerimiento, junto con el número de sociedades requeridas por cada una de las condiciones y el total de consejeros afectados.

En el 41,7% de los casos requeridos, las sociedades han publicado información adicional a su IAGC por la que modifican la calificación de los consejeros o justifican las razones por las que sus relaciones con la sociedad, sus accionistas significativos o sus directivos no impiden su calificación como independientes. En el resto de los casos no ha sido necesario publicar información adicional. La mayoría de estas sociedades justificaban que el importe de la relación de negocio por la que se les solicitaba más información no era significativo.

### Transparencia de los sistemas de control de riesgos

Las sociedades cotizadas españolas incluyen en sus IAGC información detallada de los modelos en los que basan sus sistemas de control e identifican los riesgos teóricos a los que se enfrentan. Sin embargo, la mayoría de las compañías no explican los riesgos concretos y específicamente relacionados con el desarrollo de su actividad, ni los que se han materializado durante el ejercicio. Tampoco informan sobre su mapa de riesgos, ni explican cuáles tienen mayor probabilidad de materializarse o cuáles tendrían mayor impacto para la empresa. Por este motivo, el 57,4% de los escritos enviados por la CNMV a las sociedades cotizadas, en los que se solicitó información o aclaraciones adicionales sobre el IAGC, incluían una petición específica sobre los sistemas de control de riesgos y, en particular, información adicional sobre los riesgos materializados durante el periodo. Como respuesta a estos requerimientos, 23 sociedades han ampliado la información del IAGC sobre los riesgos y sus sistemas de control.

### Transparencia de las operaciones con partes vinculadas

El importe de las operaciones vinculadas realizadas por las sociedades cotizadas durante el primer semestre de 2009 ascendió a 257.365 millones de euros, lo que supuso un incremento de un 18,2% con respecto al mismo periodo del año anterior. Un 49,3% de estas operaciones fueron realizadas con accionistas significativos, un 35,6% con personas, sociedades o entidades del grupo, un 1,1% con administradores y directivos y el resto con otras partes vinculadas. El cuadro 10.7 muestra los diferentes tipos de transacciones realizadas por las sociedades cotizadas en el primer semestre de 2009, desglosadas por partida y según la naturaleza de la parte vinculada.

Un 41,4% de las operaciones vinculadas se produjeron por acuerdos de financiación (19,2% por créditos y 22% por préstamos).

Las mayores variaciones con respecto al primer semestre del año anterior corresponden a las partidas de compromisos adquiridos y dividendos. En cuanto a las variaciones negativas, cabe señalar las disminuciones producidas en las garantías y avales prestados y recibidos. Por partidas, destaca el incremento de los compromisos adquiridos.

En cuanto al número de sociedades que comunican operaciones con partes vinculadas en la información financiera periódica, 128 sociedades comunican 559 operaciones con accionistas significativos, 95 sociedades declaran 291 operaciones con administradores y directivos, 110 declaran 504 operaciones con personas o entidades del grupo y 93 realizan 380 operaciones con otras partes vinculadas.

Millones de euros

	Accionistas significativos		Administradores y directivos		Personas, sociedades o entidades del grupo		Otras partes vinculadas	
	Importe	% 1S	Importe	% 1S	Importe	% 1S	Importe	% 1S
		09/08		09/08		09/08		09/08
Gastos financieros	931	-15,2	11	-62,9	244	-39,6	336	87,4
Arrendamientos	46	62,4	0	-22,7	6	109,4	5	3,3
Recepción de servicios	401	3,8	21	1,9	712	2,9	80	-46,7
Compra de bienes (terminados o en curso)	1.914	-38,9	7	-64,6	2.609	-8,4	34	122,9
Otros gastos <sup>1</sup>	353	-158,4	32	-28,8	104	-9,5	89	19,5
<b>Total gastos</b>	<b>3.646</b>	<b>-32</b>	<b>72</b>	<b>-38,5</b>	<b>3.675</b>	<b>-9,6</b>	<b>544</b>	<b>28,4</b>
Ingresos financieros	937	-3,1	12	-31,0	1.002	-29,7	362	7,8
Dividendos recibidos	62	-46,8	15	-3,9	247	-5,1	190	70,8
Prestación de servicios	1.155	8,4	5	-70,8	439	-2,1	70	-9,8
Venta de bienes (terminados o en curso)	1.070	-21,1	3	-56,9	1.378	-40,2	80	2,3
Otros ingresos <sup>2</sup>	134	-56,5	2	1.683,5	204	-2,6	1.015	187,3
<b>Total ingresos</b>	<b>3.359</b>	<b>-12</b>	<b>38</b>	<b>-35,3</b>	<b>3.269</b>	<b>-29,6</b>	<b>1.717</b>	<b>79,6</b>
Créditos y aportaciones de capital	26.217	13,8	632	-10,4	14.911	-14,6	7.649	-15,9
Préstamos y aportaciones de capital	37.631	2,1	829	52,6	3.571	-15,5	14.652	160,5
Garantías y avales prestados	2.168	-21,9	205	329,7	2.406	-3,6	3.311	10,4
Garantías y avales recibidos	13.732	-26,7	287	-23,7	7.616	-32,4	90	-64,0
Compromisos adquiridos	5.674	20,8	17	44,3	46.853	276,5	1.954	-6,4
Dividendos y otros beneficios	8.076	244,5	46	36,3	12	-96,8	100	421,2
Otras operaciones <sup>3</sup>	26.353	7,7	780	1.031,1	9.315	-24,1	5.957	104,4
<b>Total otras transacciones</b>	<b>119.851</b>	<b>6</b>	<b>2.795</b>	<b>56,5</b>	<b>84.684</b>	<b>39,9</b>	<b>33.713</b>	<b>46,7</b>
<b>Total</b>	<b>126.857</b>	<b>3,9</b>	<b>2.905</b>	<b>48,0</b>	<b>91.628</b>	<b>32,3</b>	<b>35.975</b>	<b>47,6</b>
<b>% sobre total</b>	<b>49,3%</b>		<b>1,1%</b>		<b>35,6%</b>		<b>14,0%</b>	

Fuente: IPP de las sociedades cotizadas (primer semestre). (1) Se agrupan las partidas de contratos de gestión, transferencias I+D, corrección de valor por deudas incobrables, pérdida por baja y otros gastos. (2) Se agrupan en este punto los contratos de gestión, transferencias I+D, arrendamientos, beneficios por baja o enajenación de activos y otros ingresos. (3) Se agrupan en este punto la compra de activos, de arrendamientos, amortización de créditos, venta de activos materiales, amortización, compromisos o garantías y otras operaciones.

### 10.3.2 Constitución y composición de los comités de auditoría

Se ha revisado la constitución y composición de los comités de auditoría de todas las sociedades cotizadas, y los requisitos verificados y los resultados obtenidos son los siguientes:

- a) Miembros del comité de auditoría: la práctica totalidad de las sociedades cotizadas cumplen con los requisitos legales sobre la composición del comité de auditoría. De las tres sociedades que han presentado incidencias pendientes de regularizar, una de ellas se encuentra en proceso de liquidación y otra está en concurso de acreedores, lo que dificulta el nombramiento de consejeros independientes.



- b) Presidente del comité de auditoría: Todas las sociedades que debían renovar o sustituir al presidente durante 2009 comunicaron los nuevos nombramientos a través de un hecho relevante. Tan sólo una sociedad cuenta con un presidente con carácter provisional, que será sustituido próximamente por uno definitivo.

#### 10.4 Hechos relevantes y otras comunicaciones recibidas en la CNMV

Durante el año 2009 se recibieron en la CNMV 13.012 comunicaciones de información relevante, un 14,95% más que en 2008. El cuadro 10.8 presenta la distribución de las comunicaciones recibidas de acuerdo con su motivo. Debe señalarse que se ha reducido el número de categorías utilizado hasta ahora para realizar la agrupación y que, para facilitar la asignación de las comunicaciones a un tipo determinado de hecho relevante, se puso a disposición de los emisores una guía con criterios orientativos.

Como se aprecia en el cuadro mencionado, las comunicaciones relacionadas con instrumentos financieros son las que cuentan con un mayor número de comunicaciones (el 69,80% del total en 2009), mientras que el resto se sitúa a una distancia considerable. En términos de crecimiento, las comunicaciones agrupadas en “Instrumentos financieros” y “Negocio y situación financiera” han experimentado un crecimiento significativo, mientras que las incluidas en “Gobierno corporativo y convocatorias oficiales” y “Operaciones corporativas” han disminuido.

<b>Hechos relevantes recibidos en la CNMV</b>		CUADRO 10.8	
Tipo	2008	2009	% var. 09/08
<b>Instrumentos financieros</b>			
Aumentos y reducciones del capital social	116	149	28,45
Ofertas públicas de suscripción y venta	141	230	63,12
Información sobre dividendos	187	161	-13,90
Comunicación de posiciones cortas	71	173	143,66
Suspensiones y levantamientos de negociación	288	322	11,81
Calificaciones crediticias	23	129	460,87
Fondos de titulización	4.663	5.986	28,37
Otros	1.888	1.932	2,33
<b>Negocio y situación financiera</b>			
Información financiera intermedia	1.098	1.401	27,60
Situaciones concursales	460	418	-9,13
Otros	169	203	20,12
<b>Operaciones corporativas</b>			
Transformaciones, fusiones, escisiones y disoluciones	55	61	10,91
Acuerdos estratégicos con terceros	28	77	175,00
Transmisiones y adquisiciones de participaciones societarias	319	210	-34,17
Otros	151	149	-1,32
<b>Gobierno corporativo y convocatorias oficiales</b>			
Convocatorias y acuerdos de juntas y asambleas generales	635	550	-13,39
Composición del consejo de administración	262	213	-18,70
Informe anual de gobierno corporativo	238	233	-2,10
Otros	528	415	-21,40
<b>Total</b>	<b>11.320</b>	<b>13.012</b>	<b>14,95</b>

Fuente: CNMV.

Finalmente, cabe reseñar que, en 2009, se ha completado el desarrollo del artículo 82 de la Ley del Mercado de Valores, que hace referencia a la identificación de la información relevante, los sujetos obligados a difundirla y el modo de hacerlo. De esta novedad reguladora se informa en el recuadro 10.2.

### Cambios en la normativa sobre información relevante

RECUADRO 10.2

Como se ha indicado, el artículo 82 de la LMV establece las pautas de referencia en materia de identificación de la información relevante, los sujetos obligados a difundirla y su publicidad. En 2009, se ha completado el desarrollo de esta norma mediante la Orden EHA/1421/2009 y la Circular 4/2009 de la CNMV.

Para poder identificar una información como relevante, la Orden establece una serie de criterios, como la magnitud relativa, el impacto en la variación de precios, el tratamiento anterior de una información similar, las condiciones de cotización, la importancia que le otorgan los análisis externos de que se dispone o la existencia de rumores al respecto. A su vez, el anexo de la Circular 4/2009 establece una relación no exhaustiva y puramente indicativa de supuestos de información relevante, para ayudar a interpretar los criterios señalados en la Orden, sin que ello suponga, en ningún caso, que una información contenida en esa tipología sea siempre considerada información relevante o que una que no aparezca en la misma no pueda serlo. La Circular también incluye en su anexo determinadas tipologías de información que, sin ser información relevante en sí mismas, distintas regulaciones han determinado que sean tratadas como tales o que se difundan como si fueran información relevante.

En relación con los procedimientos referidos a las comunicaciones de información relevante de los emisores, en la Circular se fija que éstas deben realizarse obligatoriamente a través del servicio CIFRADO/CNMV. También se ha habilitado un canal para aquellos terceros no emisores que, disponiendo de información relevante sobre un emisor, decidan revelarla.

Asimismo, se exige que el contenido de la comunicación de información relevante sea veraz, claro, completo y, cuando sea posible, cuantificado. El tipo de información relevante que se elige para su encuadramiento y la breve descripción a incluir en la comunicación deberán ser precisos y coherentes con la naturaleza de la información relevante. Los emisores, en el momento de comunicar la información, deberán actuar con neutralidad e inmediatez, independientemente de que la información se haya originado en el seno del emisor o no. Siguiendo los preceptos de la Orden ECO/3722/2003, los emisores difundirán los hechos relevantes a través de sus sitios web, además de comunicarla a la CNMV.

Dentro de la tipología de hechos relevantes, la Orden EHA/1421/2009 hace especial mención a la comunicación de la información relativa a proyecciones, previsiones o estimaciones. En el caso de difundir un hecho relevante de esta naturaleza, el emisor pondrá especial atención en dejar claro que se trata de estimaciones o proyecciones y que se encuentra condicionado por diversos factores. Asimismo, se respetará la aplicación coherente de las hipótesis

o supuestos básicos en que se basa la información relevante con las normas y principios contables utilizados en la elaboración de las cuentas anuales, permitiendo la comparación de los nuevos datos con los ya publicados en el pasado. Dichas hipótesis o supuestos deberán estar adecuadamente desarrollados para la correcta comprensión de la información. Por último, el emisor dejará constancia de si la información que se comunica se refiere a objetivos operativos o a meras estimaciones sobre la evolución esperada de la compañía, señalando el horizonte temporal al que se refieren.

Una de las principales novedades de la nueva regulación es la figura de un interlocutor autorizado, que actuará como contacto de la CNMV a efectos de proporcionar respuestas inmediatas ante variaciones anómalas en la cotización de los valores, incluida la posible difusión de información relevante al mercado. El interlocutor estará localizable una hora antes de la apertura del mercado y hasta dos horas después de su cierre. Deberá contar con capacidad efectiva para responder oficialmente en nombre del emisor, teniendo acceso a los administradores y directivos de la entidad para contrastar la información en caso de que fuera necesario.

Por otra parte, cabe destacar, también, un nuevo tratamiento de las comunicaciones clasificadas, hasta ahora, como “otras comunicaciones” y que podían consultarse, con esta denominación, en el sitio web de la CNMV. Ahora, estas comunicaciones, en el caso de que cumplan las condiciones de la Orden EHA/1421/2009 para ser consideradas como tal, pasan a integrarse en las tipologías de hechos relevantes recogidas en el anexo de la Circular; en caso contrario, se difundirán al mercado directamente a través del sitio web de los emisores.

Por último, es importante señalar que la Circular 4/2009 no permite modificar una información relevante ya comunicada al mercado. Las rectificaciones deberán efectuarse mediante la publicación de un nuevo hecho relevante. Del mismo modo, los emisores tampoco podrán anular una información relevante ya difundida, por lo que, antes de comunicarla, deberán asegurarse de su contenido. Sólo en casos excepcionales podrá la CNMV anular una información relevante, cuando ésta induzca a error no subsanable con una comunicación posterior o contenga datos que hayan sido difundidos inadvertidamente y que no constituyan una información relevante



# 11 Supervisión de los mercados

## 11.1 Actuaciones destacadas de la CNMV en los distintos mercados

La actividad supervisora de la CNMV en los mercados secundarios y de productos derivados tiene como objetivo asegurar el funcionamiento ordenado de los mismos. Con tal fin, una parte sustancial de la actividad supervisora se centra en la detección de indicios de prácticas de abuso de mercado (manipulación de precios y uso indebido de información privilegiada, principalmente) e incidencias en los procesos post-negociación (compensación, liquidación y registro), a través del análisis de las operaciones del mercado.

### Resumen de la actividad supervisora de mercados en 2009

CUADRO 11.1

	Renta variable	Renta fija	Derivados	Liquidación	Total
Nº de operaciones	31.606.663	938.436	5.203.849	29.672.611	67.421.559
Requerimientos	140	11	10	17	178
Informes de supervisión	12	27	16	3	58
Informes remitidos a otras direcciones u organismos	1	21	8	0	30
Informes periódicos		12	14	24	50

Fuente: CNMV.

Durante el pasado ejercicio, la CNMV prestó una particular atención al cumplimiento del deber de comunicar las operaciones ejecutadas por parte de las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito, en virtud de lo dispuesto en el artículo 59 bis de la LMV. Si bien la obligación de comunicar las referidas operaciones está en vigor desde diciembre de 2007, su contenido ha sufrido dos modificaciones desde entonces. Así, a partir de noviembre de 2008, resulta obligatoria la identificación de los titulares por cuenta de los cuales se han realizado las operaciones. Por otro lado, en enero de 2009 entró en vigor la obligación de comunicar las operaciones ejecutadas sobre determinados instrumentos no admitidos a negociación en mercados regulados de la Unión Europea (OTC), cuyo subyacente sí esté admitido. Esta información es fundamental para la adecuada supervisión del abuso de mercado, por lo que la calidad y exactitud de la misma resulta imprescindible. Desde que se dispone de esta información, se han reducido drásticamente los requerimientos enviados a las entidades para identificar a los titulares de operaciones susceptibles de análisis.

Cabe destacar, igualmente, que, tras la publicación de los “Criterios de la CNMV sobre detección y comunicación de operaciones sospechosas” en julio de 2008, el cumplimiento de esta obligación establecida en la LMV se ha visto notablemente

incrementado, aunque el nivel general de cumplimiento es aún muy reducido en comparación con otros países de nuestro entorno (las comunicaciones recibidas no superan la cincuentena). Del total de comunicaciones recibidas, el 85% fue remitido por entidades españolas y el resto por reguladores extranjeros. La CNMV remitió una de las comunicaciones recibidas a otro regulador por tratarse de un valor extranjero. El 50% de las comunicaciones se realizó por indicios de uso de información privilegiada y el 34% por posibles prácticas de manipulación de precios. Aunque las comunicaciones se referían a valores de distinto tipo, el 70% correspondía a acciones cotizadas en bolsa. Cabe señalar, asimismo, la propuesta de apertura de dos expedientes sancionadores a dos entidades españolas por la no comunicación de operaciones sospechosas.

### 11.1.1 Renta variable

La supervisión en los mercados de renta variable tiene una vertiente preventiva (supervisión *ex ante*) y otra investigadora (supervisión *ex post*) respecto a las prácticas de abuso de mercado. Dentro de la primera, ocupa un papel esencial el seguimiento de las obligaciones de los emisores en materia de registro de hechos relevantes. En concreto, la CNMV puede proceder, si así lo estima oportuno, a la suspensión temporal de la negociación del valor hasta que el emisor registre la información relevante o desmienta su existencia. En cuanto a la vertiente investigadora, resulta fundamental, para su buen fin, la calidad de la información sobre las operaciones y los participantes en las mismas. Ya se ha señalado la mejora producida, al respecto, desde que entró en vigor la obligación de comunicar los titulares finales de las operaciones ejecutadas por empresas de servicios de inversión y entidades de crédito. En 2009, la CNMV puso un énfasis especial en asegurar que la información diaria sobre las operaciones se comunicase correctamente, proponiendo la apertura de un expediente sancionador cuando el incumplimiento pusiera en riesgo la adecuada supervisión del mercado.

En lo que sigue de este epígrafe, se destacan algunas actuaciones relevantes en la supervisión de la renta variable durante 2009.

### Suspensiones de negociación por difusión de información

El número de suspensiones temporales de cotización de valores de renta variable volvió a disminuir en 2009, aunque con una intensidad menor a la observada en el ejercicio anterior. Como se aprecia en el cuadro 11.2, la disminución en 2009 ha sido más acusada en términos del número de suspensiones realizadas (-23,5%) que en cuanto al número de emisores afectados (-12,1%).

#### Suspensiones temporales de cotización en bolsa

CUADRO 11.2

	2008	2009
Número de emisores suspendidos	33	29
Número de suspensiones	51	39
Por presentación de opa	1	0
Por difusión de información relevante	47	34
Por finalización del plazo de aceptación de opa de exclusión	0	2
Otras	3	3

Fuente: CNMV.

Al igual que en ejercicios anteriores, la principal causa de suspensión ha sido la falta de difusión de información relevante, razón del 87% del total de suspensiones efectuadas. A pesar de ello, se constata una nueva y significativa reducción del número de suspensiones por este motivo (-27,6%). Este descenso puede estar reflejando una mayor diligencia de los emisores en la protección de la información no pública de carácter sensible, así como el efecto positivo de la aplicación de los criterios de la CNMV sobre difusión de noticias y rumores, aunque también hay que tener en cuenta que, por causa de la crisis financiera, ha descendido el número de operaciones corporativas sensibles desde el punto de vista de la información acerca de las mismas.

### Operaciones de poco volumen

En 2009 se observó una disminución considerable en la introducción de órdenes de volumen reducido en valores poco líquidos. No obstante, la CNMV continuó prestando una especial atención a este tipo de órdenes, dado que pueden reflejar no un interés real en tomar una posición en el valor por parte del titular, sino la intención de condicionar la evolución del valor de forma acorde con los intereses de aquél. Se trata de órdenes limitadas, en muchos casos de un único título, en valores normalmente poco líquidos, cuyos precios determinan que la orden se sitúe como mejor orden de oferta o demanda. Si las órdenes llegasen a ejecutarse, supondrían un cambio significativo en el último precio cruzado y se generaría una apariencia de movimiento de mercado, lo que podría inducir a otros agentes a introducir nuevas órdenes en el sentido del movimiento de precios provocado.

Cuando la CNMV detecta este tipo de órdenes, se pone en contacto con el miembro de mercado para aclarar hasta qué punto pueden distorsionar la libre formación de los precios y constituir un supuesto de manipulación de mercado. En estos casos, es especialmente relevante la obligación de comunicar cualquier operación que pudiese resultar sospechosa, de acuerdo con el artículo 83 quáter de la LMV.

### Seguimiento de la operativa de provisión de liquidez al mercado

Durante 2009, en línea con el objetivo de la CNMV de analizar los mecanismos de provisión de liquidez de las sociedades cotizadas y valorar su incidencia en el mercado, intentando evitar actuaciones discrecionales que pudieran incidir en la formación de precios, se ha realizado un seguimiento del cumplimiento de los criterios establecidos en la Circular 3/2007, relativa a los contratos de liquidez. Tales contratos están destinados a las sociedades cotizadas que tengan un grado de liquidez reducido, con la finalidad de facilitar a los inversores la compra y venta de las acciones en el mercado, siempre que se cumplan una serie de requisitos tendentes a evitar o minimizar señales potencialmente equívocas para el mercado. En líneas generales, el resultado de este análisis ha sido satisfactorio, alcanzándose un alto grado de cumplimiento de los criterios establecidos en esa Circular.

Adicionalmente, y con el mismo objetivo, se ha analizado la actividad de autocartera de aquellos emisores que, no habiendo suscrito contrato al amparo de la citada Circular, utilizan otros mecanismos de provisión de liquidez.

## Estudio de las entradas y salidas de valores en el índice Ibex 35

La CNMV llevó a cabo un análisis exhaustivo de los cambios de valores producidos en las diferentes revisiones del Ibex 35 que tuvieron lugar a lo largo de 2009. La atención a este apartado está justificada por la importancia de este índice selectivo, en el que se encuadran compañías grandes cotizadas en las bolsas españolas, y las repercusiones positivas que se generan para las compañías que acceden al mismo. El análisis se centra en verificar si la negociación de los valores entrantes, potencialmente entrantes, salientes y candidatos a salir ha tenido lugar de manera ordenada y legítima, y sin actividad artificial encaminada a favorecer la permanencia o entrada en el índice de algún valor, en detrimento de otros candidatos. Asimismo, se verifica si los cambios en el Ibex 35 se ajustan a las normas técnicas que regulan la composición y el cálculo de dicho índice.

### Comunicación de posiciones cortas<sup>1</sup>

El Comité Ejecutivo de la CNMV acordó, el 22 de septiembre de 2008, exigir la publicación de posiciones cortas superiores al 0,25% del capital social sobre 20 valores financieros, así como cualquier incremento de dicha posición o disminución por debajo del umbral del 0,25%. Por otro lado, recordó la prohibición de la venta en corto descubierta para todos los valores cotizados en bolsa e instó a los miembros del mercado a utilizar las facultades que les concede el artículo 39 de la Ley del Mercado de Valores para asegurar que sus clientes disponen de los valores antes de canalizar las órdenes de venta.

#### 11.1.2 Renta fija

La CNMV volvió a dedicar una especial atención a las emisiones dirigidas a minoristas, tanto en AIAF como en el Mercado Electrónico de Renta Fija.

En este ámbito, cabe destacar las actuaciones llevadas a cabo en la supervisión de las operaciones sobre participaciones preferentes. El aumento de las emisiones de este instrumento híbrido, impulsado por el deseo de las entidades financieras de reforzar sus recursos propios, ha motivado un estrecho seguimiento de las operaciones tanto en el mercado primario como en el secundario (véase recuadro 11.1). Respecto a las segundas, destaca el análisis realizado sobre el cumplimiento de los contratos de liquidez, comprobando que las exoneraciones declaradas por los proveedores de liquidez se ajustaban a lo dispuesto en los contratos firmados. Estas actuaciones tienen especial relevancia si se tiene en cuenta que, al tratarse de un mercado bilateral, no es fácil acceder ni a la información sobre el precio al que se realizan las operaciones ni a la situación de exoneración o no de los proveedores de liquidez.

En cuanto a las operaciones entre inversores institucionales, destaca el seguimiento de aquéllas realizadas entre fondos de inversión garantizados y sus entidades garantes, detectándose operaciones efectuadas a precios muy superiores a los de mercado en fechas próximas al vencimiento de la garantía del fondo, con el fin de elevar su valor liquidativo y evitar así la ejecución de las garantías. La CNMV considera que

---

1. En el capítulo 2 se informa sobre las distintas medidas adoptadas a escala internacional y su evolución hasta la fecha.



estas operaciones constituyen una mala práctica, puesto que distorsionan la formación de precios en los mercados y pueden inducir a error a terceros.

Asimismo, se ha realizado un seguimiento del comportamiento de entidades que han suscrito tramos de deuda subordinada destinados, inicialmente, a inversores institucionales, con la finalidad de colocarlos, finalmente, entre inversores minoristas. El objeto de este seguimiento es detectar la existencia de posibles operaciones no motivadas por una legítima voluntad de inversión por parte de los suscriptores del tramo, sino por el deseo de facilitar al emisor la obtención de un menor coste de financiación mediante la desviación de la colocación hacia el segmento minorista.

Por otra parte, en 2009 ha finalizado el proceso de transformación de SENAF en un sistema multilateral de negociación (SMN), siendo el primero registrado en España. En julio de ese año se admitieron a cotización en este sistema emisiones de deuda avalada por el Estado. Además de la actividad supervisora usual de las operaciones de renta fija, para estos valores se llevó a cabo un análisis específico dirigido a determinar posibles diferencias entre los precios de las operaciones efectuadas en AIAF y en SENAF.

#### Emisiones de renta fija dirigidas al mercado minorista

RECUADRO 11.1

Durante los últimos dos años, numerosas entidades financieras han recurrido a la emisión de determinados instrumentos de deuda que, bajo ciertos requisitos, tienen la consideración de capital regulatorio, con la finalidad de reforzar su solvencia. En España, las entidades han optado, principalmente, por obligaciones subordinadas, participaciones preferentes y, como novedad, bonos subordinados necesariamente convertibles en acciones del emisor. Ante las dificultades de colocación de estos instrumentos en los mercados mayoristas, una parte sustancial de las emisiones de las entidades españolas se ha dirigido al mercado minorista, distribuyéndose a través de la red comercial de las propias entidades.

Con fecha 17 de febrero de 2009, en vista de los conflictos de interés que pudieran llegar a producirse en la comercialización de estas emisiones, la CNMV remitió una carta a las organizaciones representantes del sector financiero que actualizaba las pautas a seguir en el análisis efectuado con anterioridad al registro de estas operaciones, transmitidas a través de una carta anterior (de 10 de junio de 2005).

Para determinar si las condiciones de la emisión en el segmento minorista son equiparables a las que tendría una emisión similar destinada al mercado mayorista o institucional, la CNMV considera esencial la existencia de un tramo mayorista en la emisión o, en su defecto, la existencia de informes de expertos independientes. La aplicación de este criterio, junto con la inclusión, en su caso, de algún tipo de advertencia de la CNMV, tanto en el propio folleto registrado como en la documentación a entregar a los posibles inversores, ha tenido una influencia positiva sobre las condiciones financieras de las emisiones dirigidas al tramo minorista. Así, puede afirmarse que, salvo en tres emisiones, que representan 4.463 millones de euros, en las 32 restantes, con un importe conjunto de 11.639 millones, tales condiciones no han resultado desventajosas en comparación con las dirigidas a los mercados mayoristas.

Desde el 17 de febrero de 2009 hasta finales de ese año se registraron en la CNMV 35 emisiones de deuda de entidades financieras destinadas a reforzar recursos propios, con el desglose que se indica en el cuadro adjunto. En tres de ellas se incluyeron advertencias de la CNMV, alertando al inversor acerca de la rentabilidad ofrecida por el emisor.

#### **Emisiones de participaciones preferentes, obligaciones y bonos subordinados registradas en la CNMV<sup>1</sup>**

	Millones de euros	Nº de emisiones
Participaciones preferentes	10.713	21
Obligaciones subordinadas	2.189	11
Bonos subordinados necesariamente convertibles en acciones	3.200	3

Fuente: CNMV. (1) Entre el 17 de febrero de 2009 y fin de año.

A la vista de su impacto positivo, en términos de protección del inversor, en las emisiones de las entidades financieras, la CNMV estima necesario extender la obligación actual de presentación de, por lo menos, un informe de experto a todas las emisiones de renta fija dirigidas al mercado minorista, con independencia de que se trate o no de una entidad financiera. La exigencia del citado informe no será de aplicación cuando parte de la emisión se coloque en un tramo institucional que sirva de referencia respecto a las condiciones financieras ofrecidas.

Por otra parte, al objeto de lograr una mayor armonización en los contratos de liquidez de las emisiones de renta fija dirigidas a inversores minoristas, la CNMV, en colaboración con el mercado de renta fija AIAF, ha incluido en su Plan de Actividades para el año 2010 la definición de los requisitos de los contratos tipo, para que sirvan de referencia cuando se negocien acuerdos con las entidades que proporcionan liquidez a las emisiones que se admiten a negociación.

Por último, AIAF ha presentado recientemente una plataforma para la negociación en mercados electrónicos de emisiones de renta fija, incluyendo participaciones preferentes, donde los inversores minoristas podrán negociar los valores que hayan sido admitidos en la misma.

### **11.1.3 Productos derivados**

#### **MEFF Renta variable**

Durante el año 2009 la CNMV continuó, en colaboración con MEFF, el análisis de operaciones cuyo objetivo es el traspaso de efectivo entre titulares o la asignación discrecional de operaciones entre diferentes cuentas gestionadas por motivos fiscales. Asimismo, se continuó con la revisión de las operaciones acordadas directamente entre miembros, comprobando que se respetan las normas que rigen dichas operaciones (fundamentalmente aplicaciones).

En las fechas previas a los vencimientos de los contratos de futuros y opciones se estudió en profundidad la evolución de las variaciones producidas en las posiciones

abiertas de los titulares, prestando especial atención al posible impacto de dichas operaciones en los mercados de contado de los activos subyacentes. En las sesiones de vencimiento (tercer viernes de cada mes), se incidió en el análisis de la relación entre las posiciones abiertas en contratos sobre Ibex 35 y la negociación realizada entre las 16:15 y 16:45 h., tramo horario en que se fija el precio de liquidación a vencimiento, sobre los 35 valores del índice, con objeto de verificar que no había intentos de manipulación de dicho precio.

Por otro lado, se realizaron análisis específicos de la operativa con opciones, especialmente en aquellos casos en los que se registraba un importante volumen de operativa intradía en series en las que hay creadores de mercado (*market makers*) operando. También se analizaron determinados casos en los que se solicitaban ejercicios anticipados sobre posiciones que se habían abierto en la misma sesión.

Al igual que sucediera en 2008, durante el año 2009 se siguió muy de cerca el cumplimiento de la normativa sobre garantías por parte de los miembros. Durante el pasado año, MEFF redactó once circulares relacionadas con los parámetros a utilizar para el cálculo de las garantías diarias. Al contrario que el año anterior, las garantías fueron reduciéndose a lo largo de 2009 hasta situarse en niveles similares a los previos al estallido de la crisis.

### **Mercado de Futuros del Aceite de Oliva (MFAO)**

En el MFAO la supervisión se centró especialmente en el análisis de las posiciones en las semanas previas al vencimiento y en el seguimiento de la liquidación por entrega física. Durante 2009 no se produjo ningún incumplimiento relacionado con la liquidación de los contratos por entrega física. Además, y como en años anteriores, se han registrado entregas al margen de la cámara, según el procedimiento previsto en la normativa. Adicionalmente, a lo largo del año, el incremento del volumen negociado y las estrategias empleadas por los agentes de mercado han ocasionado que se tuvieran que solicitar diversas autorizaciones para superar los límites establecidos a la posición abierta en determinados contratos. Esto último derivó en la actualización de los niveles prefijados, a través de la Circular 09/09 del MFAO sobre límites a la posición abierta de los participantes en el mercado.

### **Segmento de *warrants*, certificados y otros productos**

A lo largo de 2009, la actividad supervisora en el segmento de *warrants* continuó prestando especial atención a la operativa intradía sobre valores con subyacentes poco líquidos acompañada de operaciones en el mercado de contado. También se incidió en el análisis de las operaciones sobre certificados con una variación de precios intradía elevada, con el objetivo de identificar las posibles causas que propician tal situación y determinar si se pueden estar produciendo situaciones de abuso de mercado. Por último, se realizó el análisis de aquellas operaciones llevadas a cabo de manera previa y próxima a la publicación de información relevante, con objeto de buscar posibles indicios de uso de información privilegiada.

Por otro lado, durante el 2009, además de negociarse *turbowarrants*, comenzaron a cotizar otras variantes como los *in-line warrants* y los *turbo pro-warrants*. La negociación de este tipo de productos hizo que se tuviera que prestar atención al cumplimiento de la obligación de comunicar al mercado, mediante el correspondiente

hecho relevante, la activación de las barreras que implican el vencimiento anticipado o el inicio de la cotización de estos productos.

Por último, se realizó el seguimiento de las operaciones corporativas que dieron lugar a ajustes, contrastando en cada caso la adecuada información al mercado sobre los mismos.

#### 11.1.4 Registro, contrapartida, compensación y liquidación

##### Iberclear-SCLV

La reducción de los volúmenes de liquidación ha contribuido positivamente a que un mayor porcentaje de la liquidación se haya completado en plazo, tanto en importes como en número de operaciones. El seguimiento de los retrasos en la liquidación de cada participante se lleva a cabo diariamente, incluyendo la utilización que hacen de la cuenta multilateral de las 09:00 h. y de la nueva cuenta de las 13:00 h.<sup>2</sup>

La detección y vigilancia de la actividad de ventas en corto descubiertas continuó siendo objeto de especial atención. En este contexto, teniendo en cuenta las excepcionales circunstancias por las que estaban atravesando los mercados de valores, se realizó, en paralelo con otros supervisores de valores, un seguimiento de las ventas vencidas de gran volumen pendientes de liquidar en D+3, de las ventas justificadas con préstamos de valores registradas en la misma fecha o con posterioridad y de la actividad intradía. Entre las operaciones con retraso en la liquidación, fueron objeto de vigilancia detallada las recompras, teniéndose en cuenta su potencial incidencia en la formación del precio de los valores afectados.

##### Iberclear-CADE

La supervisión de esta plataforma de liquidación se centró en la vigilancia de las operaciones que se quedan en descubierto al final del proceso de liquidación y que tienen que recurrir a los mecanismos de provisión de valores previstos en el sistema. También se ha llevado a cabo un seguimiento de las entidades gestoras, tanto en su actuación al comunicar las operaciones a Iberclear, como en la llevanza del registro de terceros, poniendo un énfasis especial en la demora de estas comunicaciones.

## 11.2 La Unidad de Vigilancia de los Mercados

La Unidad de Vigilancia de los Mercados de la CNMV (UVM) realiza investigaciones en profundidad sobre situaciones en las que ha sido posible desarrollar prácticas contrarias a la integridad del mercado. Estas investigaciones están principalmente relacionadas con la información privilegiada y la manipulación del mercado, tanto transaccional como informativa.

En el desarrollo de sus investigaciones, la UVM no sólo comprueba la ausencia de este tipo de prácticas abusivas, sino también el grado de cumplimiento de otras normas. Así, por ejemplo, entre otras actuaciones, la UVM verifica si los emisores y las entidades que prestan servicios de inversión o de asesoramiento de inversión

2. El nuevo ciclo multilateral de liquidación se describe en detalle en el capítulo 5.

han seguido las prácticas que para este tipo de situaciones establecen las normas en vigor<sup>3</sup>, con la finalidad de salvaguardar la información privilegiada hasta que se informa convenientemente al mercado. Igualmente, en las investigaciones de manipulación del mercado, verifica si las empresas que prestan servicios de inversión deberían haber comunicado una operación sospechosa de acuerdo a las normas en vigor<sup>4</sup>.

De manera recurrente y desde su creación, la UVM acude a los supervisores y reguladores extranjeros para solicitar su colaboración en las investigaciones desarrolladas. La colaboración prestada se ampara generalmente en acuerdos multilaterales o bilaterales de consulta, cooperación e intercambio de información suscritos por la CNMV y consiste habitualmente en:

- Identificación de titulares finales de operaciones realizadas en los mercados de valores españoles a nombre de entidades financieras radicadas fuera de España, pero por cuenta de terceros. Durante el año 2009 la UVM ha dirigido solicitudes de este tipo de colaboración no sólo a los supervisores de países integrantes de la Unión Europea sino también a terceros, como es el caso de Suiza.
- Realización de actuaciones de investigación de conductas desarrolladas por entidades o personas residentes en países extranjeros. Durante el año 2009 la UVM ha dirigido solicitudes de este tipo de colaboración a los supervisores de Luxemburgo, Suiza y Portugal.

Una vez finalizadas las investigaciones de la UVM, el Comité Ejecutivo de la CNMV puede decidir la realización de actuaciones posteriores, si estima que las personas investigadas han realizado prácticas que no se adecuan plenamente a las normas en vigor o que las incumplen. Concretamente en el año 2009, las actuaciones posteriores fueron las siguientes:

- Trasladar al ministerio fiscal dos investigaciones realizadas por la UVM por utilización de información privilegiada, por apreciar que en ambos casos concurrieron circunstancias que podrían suponer la comisión de un delito relativo al mercado. Los principales aspectos de estos dos casos son los siguientes:
  - Durante el proceso previo a la formulación de una oferta pública de acciones de una sociedad cotizada, se puso de manifiesto que el director general de una entidad de crédito, contactado para que esa entidad financiase la operación, comunicó la información privilegiada a un tercero, quien compró acciones de esa sociedad cotizada, obteniendo un beneficio, tras el anuncio de la oferta, muy superior a 600.000 euros, límite a partir del cual esta conducta puede ser considerada delito.
  - En el periodo previo a una operación de venta de activos, que tras ser comunicada al mercado incidió muy negativamente en la cotización de las acciones de una sociedad emisora, uno de sus consejeros, conocedor de la información privilegiada, procedió a la venta de acciones de esta sociedad antes del anuncio

3. Artículos 83 y 83 bis de la LMV y Capítulo II del Real Decreto 1333/2005 que desarrolla dicha Ley en materia de abuso de mercado.

4. Artículo 83 quáter de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, de acuerdo a la redacción dada por la Ley 12/2006.

de la venta de activos, evitando una pérdida muy superior al referido límite de 600.000 euros.

- Proceder a la apertura de cinco expedientes sancionadores, incoados a doce personas o entidades, principalmente por posible utilización de información privilegiada o por manipulación de mercado. Cabe reseñar dos situaciones en las que, por vez primera, se ha incoado un expediente sancionador por alguno de estos motivos:
  - En una investigación relacionada con información privilegiada, se puso de manifiesto que una sociedad cotizada no cumplía con la totalidad de las normas establecidas para la salvaguarda de esa información. En concreto, la sociedad cotizada no había elaborado el registro de iniciados de manera completa, al no incluir la fecha en que cada persona accedía a la información ni el motivo por el que se la incluía en el registro, ni tampoco había vigilado la evolución de la cotización de sus acciones durante el periodo en que la información era privilegiada.
  - En una investigación por manipulación del mercado, se puso de manifiesto que una empresa de servicios de inversión ejecutó operaciones sobre acciones propias para una sociedad cotizada sospechosas de manipulación de mercado (entre otras razones, por el elevado porcentaje de la negociación que dichas operaciones representaban) sin que la entidad realizase una comunicación de operación sospechosa a la CNMV.
- Remitir una carta admonitoria a un emisor, advirtiéndole que en el marco de conferencias de prensa relativas a información financiera, evite realizar declaraciones concernientes a otros asuntos no contrastadas previamente, ya que podrían generar falsas señales y, con ello, perturbar el normal desarrollo de la negociación de los valores afectados.

### 11.3 Supervisión de las ofertas públicas de adquisición (opas)

#### Precio

La supervisión del cumplimiento de las reglas sobre precio equitativo se lleva a cabo mediante un estudio pormenorizado de todas las operaciones realizadas por el oferente o las personas concertadas con él durante los doce meses anteriores al anuncio de la oferta. Asimismo, se examinan los precios acordados con los accionistas para la transmisión de sus acciones. En caso de exclusión, se analiza, además, el informe de valoración justificativo del precio ofrecido que debe aportarse junto con el folleto de la opa.

Los precios de las ofertas formuladas en 2009 se correspondieron, en todos los casos, con el precio más alto pagado en el periodo de referencia o con el acordado previamente con algún accionista. En las tres opas que vinieron acompañadas de informe de valoración, el precio fue mayor o igual al resultante de la valoración.

#### Transparencia y trato equivalente

En el procedimiento de oferta pública se vigila que todos los titulares de valores de la sociedad afectada dispongan de tiempo e información suficiente para adoptar sus decisiones y que todos los de la misma clase reciban un trato equivalente.

Una de las informaciones que puede influir en la cotización es el número de aceptaciones que va recibiendo una opa. Este dato se considera particularmente relevante en caso de una opa parcial, porque si el nivel de aceptaciones superara el límite máximo, se reducirían las acciones ofrecidas por cada accionista mediante la aplicación de las correspondientes reglas de prorrateo. Por ello, y con el fin de que todos los accionistas dispusieran al mismo tiempo de una información equivalente sobre el nivel de aceptaciones, en la opa parcial de Corporación Dermoestética, realizada en 2009, se requirió la difusión de dicha información, mediante la comunicación de hechos relevantes durante los últimos siete días del plazo de aceptación.

Por otra parte, en caso de que existan acuerdos entre el oferente y los accionistas de la sociedad afectada, se examina detenidamente su contenido con el fin de valorar si hay equivalencia en precios, plazos e información. En estos casos, la supervisión se centra en los siguientes aspectos: contraprestaciones pactadas; compensaciones y aplazamientos de pago; derechos y obligaciones establecidos; regulación del derecho de voto; gobierno corporativo; derechos de adquisición preferente, opciones de compra y venta y cualquier otra restricción a la libre transmisibilidad de las acciones; obligaciones relativas a ulteriores desinversiones; y planes de negocio y política de remuneración al accionista.

En las dos opas formuladas en 2009 cuyo objeto fue un cambio de control existieron acuerdos del oferente con algunos accionistas de la sociedad afectada. Tanto en el caso de Unión Fenosa como en el de Itínere Infraestructuras, se establecieron condiciones y compromisos para la transmisión de acciones por determinados accionistas y, para la segunda operación, además, se incorporaron cláusulas relativas a la permanencia de alguno de ellos. En ambos casos, el tratamiento de los aceptantes de la opa se consideró equivalente. En la opa de exclusión de Aguas de Valencia hubo acuerdos entre los propios socios de control de la compañía, que pactaron el pago de determinada cantidad adicional en caso de ulterior transmisión por precio superior al establecido. Esta posibilidad se hizo extensiva a todos los aceptantes de la opa.

### Dispensas y exenciones

La CNMV otorgó en 2009 una dispensa de la obligación de formular opa sobre Compañía Española de Petróleos, S.A. (Cepsa). La dispensa la solicitó la International Petroleum Investment Company (Ipic), de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 4.2 del Real Decreto 1066/2007, al alcanzar una participación equivalente al 47,06% de los derechos de voto de Cepsa como consecuencia de los acuerdos suscritos para la compra de las participaciones de dos accionistas de la compañía, mientras que otro de los accionistas, la sociedad Total, S.A., con quien Ipic declaró no tener ningún tipo de actuación concertada, mantenía el 48,83% de los derechos de voto. La dispensa se condicionó a que se mantuviera otro accionista con un porcentaje superior al de Ipic y a que esta última compañía no designara a más de la mitad de los miembros del consejo de administración de Cepsa.

También se acordó no exigir la formulación de una opa sobre Vueling Airlines, S.A., de conformidad con lo previsto en el artículo 8.g) del Real Decreto 1066/2007. En este caso, la exención fue solicitada por Iberia Líneas Aéreas de España, S.A., que alcanzó una participación equivalente al 45,85% de los derechos de voto de Vueling como consecuencia de la fusión por absorción de esta compañía con Clickair, S.A. En el expediente de solicitud puesto a disposición del público a través del registro

de hechos relevantes de la CNMV, se incorporó el informe de un experto independiente sobre la finalidad industrial o empresarial de la operación y un dictamen del asesor jurídico justificativo de que la fusión no tenía como objetivo principal la toma de control.

Finalmente, la CNMV aprobó en 2009 la exclusión de negociación en bolsa solicitada por Itínere Infraestructuras, con excepción de la obligación de formular una opa de exclusión. La excepción se produjo por aplicación del artículo 11.d) del Real Decreto 1066/2007, ya que se había realizado anteriormente una opa por la totalidad del capital de la sociedad en la que se manifestó la intención de excluir las acciones, se justificó el precio según lo dispuesto para las opas de exclusión, mediante un informe de valoración, y se facilitó la venta de las acciones a través de una orden de compra al mismo precio que el de la oferta previa, durante un plazo mínimo de un mes en el semestre posterior a la finalización de la oferta precedente.



### 12.1 Supervisión de las normas de conducta y requisitos organizativos en la prestación de servicios de inversión

#### 12.1.1 Normas de conducta

La CNMV supervisa las normas de conducta en la prestación de servicios de inversión que realizan tanto las entidades de crédito como las empresas de servicios de inversión. Durante el ejercicio 2009 se ha mantenido la línea de supervisión iniciada en 2008, tras la transposición de la MiFID. En términos generales, puede decirse que la supervisión se ha centrado, principalmente, en la información a facilitar a los clientes o a recabar de ellos y en las prácticas de venta, asesoramiento y gestión de productos del mercado de valores. En el ámbito de las prácticas de venta y asesoramiento, se ha prestado una atención especial a la comercialización de instrumentos financieros entre inversores minoristas cuando coinciden emisor y comercializador o cuando, siendo éstos distintos, se presume la existencia de conflictos de interés asociados a los incentivos que percibe el segundo. Asimismo, cabe destacar como novedad que, tal como se contemplaba en el Plan de Actividades de la CNMV 2009, se ha integrado en el ámbito de la supervisión la revisión del grado de seguimiento de las recomendaciones para la detección y posterior comunicación de operaciones sospechosas de abuso de mercado publicadas en 2008.

El cuadro 12.1 ofrece un mayor detalle de los objetivos de la supervisión en el ámbito de los servicios de inversión para el ejercicio 2009. En lo que sigue de este apartado se da cuenta de algunas de las incidencias detectadas en diversas áreas de análisis y de las recomendaciones trasladadas al sector.

#### Procedimientos de evaluación de la conveniencia e idoneidad respecto a los productos y servicios de inversión

Se han detectado deficiencias en la forma de plantear y puntuar determinadas preguntas en los cuestionarios destinados a recabar información del cliente. Estas deficiencias pueden dar lugar a una ineficiente evaluación de la información obtenida. Es importante revisar la coherencia en el planteamiento de las preguntas y que no se produzcan sesgos en la valoración.

En el ámbito de la idoneidad se considera que la valoración en bloque de los tres aspectos relevantes (conocimientos y experiencia, situación financiera y objetivos de inversión del cliente) y el establecimiento de un resultado único puede dificultar seriamente la evaluación. La gestión o recomendación debe ser coherente con los tres aspectos citados.

## Objetivos de la supervisión de normas de conducta en las entidades que prestan servicios de inversión

CUADRO 12.1

Área de análisis	Objetivos clave de la supervisión
Categoría normativa de clientes	<ul style="list-style-type: none"> <li>▫ Asignación de categoría normativa a los clientes preexistentes.</li> <li>▫ Comunicación de la categoría asignada. Revisión periódica de categorías y tramitación de solicitudes de cambio de categoría.</li> </ul>
Evaluación de la idoneidad y conveniencia	<ul style="list-style-type: none"> <li>▫ Toma de datos para evaluar objetivos, conocimientos y experiencia y situación financiera. Valoración de la información y comunicación al cliente.</li> </ul>
Catalogación de instrumentos financieros	<ul style="list-style-type: none"> <li>▫ Productos complejos/no complejos.</li> <li>▫ Clasificación por nivel de riesgo.</li> </ul>
Información previa	<ul style="list-style-type: none"> <li>▫ Contenido de las comunicaciones publicitarias.</li> <li>▫ Información específica sobre naturaleza y riesgos de los instrumentos financieros.</li> <li>▫ Detalle de costes, gastos e incentivos.</li> </ul>
Recepción, transmisión/ejecución de órdenes	<ul style="list-style-type: none"> <li>▫ Sólo ejecución vs. conveniencia: productos complejos e iniciativa de la entidad.</li> <li>▫ Información sobre ejecución de órdenes.</li> </ul>
Asesoramiento en materia de inversión	<ul style="list-style-type: none"> <li>▫ Asesoramiento en materia de inversión vs. labores de comercialización. Asesoramiento puntual vs. asesoramiento recurrente.</li> <li>▫ Adecuación de las recomendaciones al perfil inversor del cliente.</li> </ul>
Gestión discrecional de carteras	<ul style="list-style-type: none"> <li>▫ Adecuación de la cartera gestionada al perfil inversor del cliente.</li> <li>▫ Información sobre el servicio de gestión de carteras.</li> </ul>
Comunicación de operaciones sospechosas	<ul style="list-style-type: none"> <li>▫ Procedimientos para la detección y comunicación de operaciones sospechosas de abuso de mercado.</li> </ul>

Fuente: CNMV.

A la hora de valorar la experiencia previa resulta relevante (i) que las posiciones vivas o las operaciones previas se refieran a los mismos instrumentos financieros que se están evaluando o a otros de características similares, (ii) que la experiencia se fundamente en una serie de operaciones y (iii) que no haya transcurrido un lapso de tiempo prolongado desde que se produjo la operativa previa.

Si bien la normativa no hace referencia al periodo máximo de vigencia de la información obtenida, con el objetivo de garantizar una adecuada protección de los inversores es conveniente que la misma se actualice de forma periódica.

### Instrumentos financieros complejos

La diferenciación entre instrumentos financieros complejos y no complejos, así como la evaluación de sus riesgos, son esenciales para determinar su adecuación para un determinado inversor. Debe señalarse que no resulta adecuada la catalogación dentro de un único nivel de riesgo de toda una familia de productos (por ejemplo, renta fija), puesto que los distintos instrumentos que la componen pueden incorporar diferentes factores de riesgo en función del emisor, la liquidez, la divisa, el vencimiento, etc.

### Servicios de “sólo ejecución”

No se considera una práctica adecuada asumir que, en el caso de productos no complejos, la iniciativa siempre es del cliente y que, por tanto, no es necesario

evaluar la conveniencia. Con carácter general, sólo debe considerarse que la adquisición de un instrumento financiero se realiza a iniciativa del inversor en aquellos casos en los que el cliente solicita la realización de una operación, sin que la entidad se haya dirigido previa y personalmente al mismo en relación con el instrumento adquirido.

### Servicios de asesoramiento

Generalmente, las entidades asumen que únicamente prestan este servicio si han firmado un contrato al respecto con el cliente. Sin embargo, en el curso de la supervisión se ha detectado la existencia de estructuras y procesos comerciales específicos creados con el objetivo de colocar instrumentos de elevada complejidad y características peculiares entre un público previamente seleccionado, con el que la entidad mantiene una relación permanente a través de sus asesores o gestores. En estas circunstancias, es difícil separar de forma objetiva la promoción comercial y el servicio de asesoramiento en materia de inversión. De ahí que la CNMV haya advertido a las entidades afectadas de que, en tales circunstancias, la comercialización de determinados instrumentos financieros, cuando su naturaleza y complejidad así lo aconsejen, puede ser considerada como prestación de un servicio financiero de asesoramiento, con las obligaciones que ello conlleva.

Asimismo, en el curso de las actuaciones de supervisión relacionadas con el servicio de asesoramiento en materia de inversión, se ha comprobado que generalmente no existe constancia escrita o fehaciente de las recomendaciones realizadas, ni un adecuado registro de las mismas conforme establece la Resolución de 7 de octubre de 2009, de la CNMV, sobre los registros mínimos a mantener por las empresas que presten servicios de inversión.

### Gestión de cartera

En relación con el servicio de gestión de carteras, en varios casos analizados se ha detectado una escasa implementación del test de idoneidad. En algunos casos también se ha detectado que no se produce una adecuada correspondencia entre los objetivos de inversión del cliente y el perfil de riesgo de las carteras o que, ante productos idénticos (por ejemplo, clases de acciones de IIC extranjeras), no se selecciona el que tiene mejores condiciones para el cliente. Para evitar este tipo de incidencias resulta fundamental el establecimiento de procedimientos y controles adecuados.

Por otra parte, merece especial atención el hecho de que existan entidades que no cuentan con los correspondientes contratos de custodia y administración de valores que deben formalizar con sus clientes, circunstancia que afecta principalmente a instrumentos de renta fija y a IIC extranjeras. Adicionalmente, respecto a la información periódica que las entidades remiten a sus clientes sobre los estados de instrumentos financieros, resulta una práctica extendida informar de determinados instrumentos financieros poco líquidos por su valor de adquisición o valor nominal. Un adecuado cumplimiento de la normativa exige que las entidades informen del valor de mercado o razonable de estos instrumentos, con el objeto de proporcionar a sus clientes información clara y concreta de la situación de su cartera de valores.

## Condiciones de comercialización de instrumentos financieros del mercado de valores

Con fecha 7 de mayo de 2009, la CNMV difundió públicamente un conjunto de criterios sobre buenas prácticas en la comercialización de instrumentos financieros, que se resumen a continuación.

En relación con la información a transmitir a los clientes, se señala que las entidades deben proporcionar a éstos información sobre las características y riesgos de los instrumentos financieros, en lenguaje sencillo y claro y con antelación suficiente para que puedan tomar una decisión de inversión fundada. Todo ello con independencia de que se utilicen comunicaciones publicitarias o comerciales, que no sustituyen a esta obligación y que deberán identificarse como tales.

Cuando sean las propias entidades las que elaboren un folleto de emisión, el resumen de éste debe utilizarse como vía para informar a los clientes en el proceso de comercialización. En el caso de que el producto sea complejo, se debe entregar un documento adicional y breve en el que se recojan de forma clara los riesgos, salvo que el resumen del folleto ya incluya una advertencia sobre el particular.

Con el fin de reforzar el cumplimiento de esta obligación de información, se considera adecuado que las entidades conserven un ejemplar del documento informativo entregado y firmado por el cliente, en línea con lo establecido en las normas 4ª y 5ª de la Circular 4/2008, de la CNMV. En este sentido, no se considera una buena práctica la inclusión de cláusulas genéricas en las órdenes de contratación como medio de acreditación del cumplimiento de la obligación de informar adecuadamente.

Respecto a la información que las entidades transmiten a su red comercial para la colocación de los valores objeto de una emisión, se señala que los documentos deben ser breves, específicos para cada producto y recoger sus características y riesgos, incluyendo el nivel de riesgo global asignado al producto. Además, deberá identificarse como producto complejo o no complejo, detallar el público al que se dirige la emisión y hacer mención de la necesidad de evaluar su conveniencia o idoneidad.

### 12.1.2 Requisitos organizativos

Las actividades de supervisión realizadas en este ámbito durante 2009 han hecho especial hincapié en la revisión de las medidas adoptadas por las entidades en relación con la protección de los instrumentos financieros y los saldos monetarios de los clientes. El estricto cumplimiento de sus obligaciones en esta materia por parte de las entidades resulta especialmente relevante en momentos de dificultad para los mercados y la industria financiera. En particular, en el caso de los fondos de clientes asociados a la prestación de servicios de inversión, resulta conveniente recordar los deberes recogidos en la Orden EHA 848/2005, en la que se determina el régimen de inversión de los saldos de las cuentas acreedoras de carácter instrumental y transitorio que las sociedades y agencias de valores mantengan con sus clientes. Junto a la obligación de minimizar en lo posible estos saldos, recogida en otras normas, la Orden citada establece i) que los mismos deberán estar invertidos en determinadas categorías de activos líquidos y de bajo riesgo, ii) que la denominación de las cuentas en entidades de crédito donde se deposite el efectivo hará mención expresa a su condición de saldos de clientes y iii) que deberá existir una separación absoluta entre la cuenta propia de la entidad y la de sus clientes. Asimismo, cabe destacar la

aprobación de la Circular 5/2009 de la CNMV, que regula el informe anual que los auditores deberán remitir a la CNMV sobre protección de activos de clientes y que se comenta en el recuadro siguiente.

### **Informe anual de los auditores sobre protección de activos de clientes**

RECUADRO 12.1

El artículo 43 del RD 217/2008, de 15 de febrero, que incorpora la trasposición del artículo 20 de la Directiva 2006/73/CE, exige la elaboración y remisión anual a la CNMV de un informe sobre la adecuación de las medidas adoptadas para proteger los activos custodiados y administrados de sus clientes, elaborado por el auditor externo de la entidad. La responsabilidad de que tal obligación se cumpla recae en la alta dirección de las entidades. El contenido del informe quedó regulado durante el pasado ejercicio a través de la Circular 5/2009 de la CNMV.

De acuerdo con la citada Circular, el informe debe ser independiente de los trabajos de auditoría de las cuentas anuales e inspirarse en criterios de proporcionalidad. Su ámbito de aplicación se extiende a todas las empresas de servicios de inversión y demás entidades que presten servicios de custodia o administración de instrumentos financieros y de fondos recibidos de clientes, aunque se exceptúan los fondos de clientes en el caso de las entidades de crédito. En particular, el informe debe cubrir la actividad de gestión discrecional e individualizada de carteras cuando la entidad cuente con un mandato que le otorgue poder de disposición sobre los activos financieros o los fondos de los clientes.

Asimismo, la Circular requiere que el auditor se manifieste en el informe sobre la existencia de procedimientos formalizados en la entidad y su adecuación para cumplir con los requisitos normativos derivados de la protección de activos de clientes. Además, se debe incluir en el informe un resumen del trabajo realizado en las distintas áreas de revisión de instrumentos financieros y fondos de clientes que se señalan en los anexos de la Circular, con la finalidad de identificar las áreas críticas desde un punto de vista prudencial. El auditor deberá detallar, en su caso, las debilidades significativas o excepciones identificadas, así como las limitaciones al alcance que se hayan puesto de manifiesto en el transcurso de su trabajo. Asimismo, incluirá, de ser necesario, recomendaciones a la entidad respecto a rectificaciones y mejoras en los procedimientos y sistemas de control interno que atañan a la protección de los activos de los clientes.

Los auditores deberán remitir el informe a la CNMV por vía telemática, a través del sistema CIFRADO, en los cinco primeros meses de cada ejercicio.

En relación con la elaboración y llevanza de los registros obligatorios por parte de las empresas de servicios de inversión, la CNMV ha publicado, mediante Resolución de 7 de octubre de 2009, la lista de registros mínimos a mantener exigidos por los títulos V y VII de la Ley del Mercado de Valores, tal como establece el artículo 33.3 del Real Decreto 217/2008.

Como es habitual, la prevención de los conflictos de interés concentró una parte significativa de las tareas de supervisión durante el pasado ejercicio. En el cumplimiento de esta labor, la CNMV detectó que en algunas entidades no se producía una

separación adecuada de las áreas de negocio de gestión frente a cartera propia, gestión de cartera ajena y análisis, tal como exige el artículo 83 de la LMV. En un caso concreto, se puso en evidencia que una entidad supervisada no identificaba ni gestionaba adecuadamente un conflicto de interés surgido durante actividades de colocación de valores.

Por último, en cuanto a requisitos organizativos en materia de control interno, la CNMV ha prestado una especial atención a la delegación de funciones en áreas esenciales para la protección de los inversores (cumplimiento normativo, auditoría interna y gestión de riesgos). La CNMV considera que, dada su importancia, la delegación de funciones en estas áreas no debe implicar una merma de la responsabilidad de las entidades y exige a éstas la adopción de medidas de control adecuadas sobre la empresa y la actividad delegada.

## **12.2 Supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión (ESI)**

La CNMV supervisa prudencialmente a las sociedades y agencias de valores, a las sociedades gestoras de cartera y a las empresas de asesoramiento financiero, de las que se informa en el capítulo 8 en relación con su número y la evolución de sus actividades y resultados durante el pasado ejercicio. La supervisión se realiza en base consolidada, y en 2009 se extendió a un total de 40 grupos consolidables.

La CNMV realiza un control de riesgos individualizado para cada entidad, lo que permite establecer su perfil de riesgo y delimitar, del modo más objetivo posible, la atención supervisora requerida por cada una de ellas. La supervisión se apoya tanto en la información remitida de forma periódica a la CNMV por las propias entidades como en las inspecciones in situ.

Como se pone de manifiesto en el capítulo 8, el pasado ejercicio fue difícil para el sector. La evolución de la actividad en los mercados de valores y sus perspectivas en 2010 sugieren la existencia de un cierto exceso de capacidad en el sector que, probablemente, obligará a revisar estructuras de costes y modelos de negocio y, en casos extremos, la propia permanencia en el negocio. En cualquier caso, las entidades con déficit de solvencia son objeto de especial seguimiento por parte de la CNMV para que, en cumplimiento de la normativa, diseñen planes de viabilidad adecuados para solucionar esa situación.

### **Cambios normativos sobre solvencia**

En septiembre de 2009 el Comité Ejecutivo de la CNMV publicó en su sitio web una guía sobre el informe de autoevaluación del capital previsto por la Circular 12/2008, de 30 de diciembre, de la CNMV, sobre solvencia de las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables. La guía tenía como objetivo facilitar la elaboración de este informe por parte de las entidades supervisadas, dando a conocer, además, los criterios de supervisión que aplicará la CNMV en esta materia. De este modo, se da cumplimiento a las obligaciones de transparencia previstas en las directivas de solvencia, en vigor desde junio de 2009. Asimismo, se remitió una carta informativa sobre estas materias a todas las entidades del sector sujetas a supervisión prudencial, con el objeto de recordar estas obligaciones y aclarar determinados conceptos sobre las mismas.

Del contenido de la guía cabe destacar la obligación de las entidades, prevista en la mencionada Circular 12/2008, de conocer, medir, gestionar y controlar los riesgos en los que están o pueden estar incursas, estando el consejo de administración obligado a conocer y planificar sus necesidades de recursos propios. Toda esta información sobre riesgos y recursos propios necesarios para cubrirlos ha de resumirse anualmente en el informe de autoevaluación del capital, que será utilizado por la CNMV como información complementaria en sus tareas de supervisión.

Por otra parte, en la carta informativa mencionada anteriormente también se hace referencia al informe sobre solvencia que deben publicar las entidades, que está previsto, como el anterior, en la Circular 12/2008. Este informe, que nace igualmente de las recientes directivas comunitarias en materia de solvencia, materializa la obligación de las entidades de dar información al público, con carácter general, sobre riesgos y recursos propios, de forma que los clientes o potenciales clientes de las entidades puedan conocer datos fundamentales sobre su solvencia.

### 12.3 Supervisión de las instituciones de inversión colectiva (IIC)

En lo referente a la supervisión de la inversión colectiva, hay que destacar que en 2009 se ha caracterizado por la culminación de la mayor parte del desarrollo normativo pendiente del Reglamento de IIC aprobado en 2005, con la aprobación de las circulares de la CNMV 3/2009, sobre el contenido del informe semestral de cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión de los depositarios de instituciones de inversión colectiva, y 6/2009, sobre control interno de las sociedades gestoras (véase recuadro 12.2). Asimismo, se produjeron otras adaptaciones de la regulación, como la de las normas contables de IIC al nuevo Plan General de Contabilidad. Por consiguiente, la supervisión de IIC en sus dos formas principales (controles a distancia e inspecciones in situ) se ha realizado dentro de un nuevo marco normativo mucho más detallado y adecuado a las actuales realidades del mercado.

Como resultado de las actuaciones de supervisión, se remitieron durante el ejercicio 1.484 escritos a las entidades supervisadas, de los cuales 1.378 tuvieron su origen en los controles a distancia, basados, principalmente, en la información remitida por las propias entidades, y el resto en las inspecciones in situ. Como se aprecia en el cuadro 12.2, se remitió un elevado número de requerimientos por información fuera de plazo (853). Los retrasos en esta materia reflejaron, esencialmente, problemas iniciales de adaptación de las entidades a los nuevos modelos de estados reservados y de información pública periódica de las IIC, más completos y detallados que los anteriores.

**Supervisión de IIC: requerimientos remitidos por la CNMV en 2009** CUADRO 12.2

Tipo	Número		Total
	Controles a distancia	Controles in situ	
Por información fuera de plazo	853	0	853
Solicitud de información	90	25	115
Medidas correctoras o recomendaciones	383	68	451
Otras comunicaciones	52	13	65
<b>Total</b>	<b>1.378</b>	<b>106</b>	<b>1.484</b>

Fuente: CNMV.



**Refuerzo de los mecanismos de control de las sociedades gestoras de IIC y de las entidades depositarias (circulares 3/2009 y 6/2009 de la CNMV)**

RECUADRO 12.2

Dentro de las iniciativas regulatorias llevadas a cabo por la CNMV en el ámbito de la inversión colectiva en 2009, destaca el desarrollo normativo sobre los mecanismos de control tanto de las sociedades gestoras como de las entidades depositarias. Estas iniciativas se han plasmado en la aprobación de la Circular 3/2009, de 25 de marzo, sobre el contenido del informe semestral de cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión de los depositarios de instituciones de inversión colectiva, y la Circular 6/2009, de 9 de diciembre, sobre control interno de las sociedades gestoras.

La Circular 3/2009 regula la comunicación a la CNMV de las incidencias detectadas por los depositarios como consecuencia del cumplimiento de las funciones de vigilancia que tienen encomendadas (artículos 60 de la Ley 35/2003, de instituciones de inversión colectiva, y 93.3 del Real Decreto 1309/2005). Entre otras obligaciones, los depositarios deben comprobar que las operaciones se realizan en régimen de mercado, verificar el cumplimiento de los coeficientes, los límites legales y la vocación inversora, efectuar un seguimiento de la evolución de los valores liquidativos y revisar los estados públicos y reservados.

Las incidencias detectadas se recogerán en un informe semestral, en el que se pondrá de manifiesto la exactitud, calidad y suficiencia de la información que les remita la SGIIC. El informe será remitido a la CNMV en soporte informático, a través del servicio CIFRADO. Sin perjuicio de este informe semestral, el depositario debe informar a la CNMV, sin tardanza y por escrito, de cualquier anomalía que detecte en sus funciones de supervisión y vigilancia y que revista una especial relevancia, por su impacto en el valor liquidativo o por constituir un supuesto de infracción. Asimismo, la Circular establece una serie de precisiones acerca del alcance de las revisiones de la información pública periódica de la SGIIC a realizar por el depositario, determinando los contenidos a verificar de estos informes tanto antes como después de su remisión a la CNMV.

En cuanto a la Circular 6/2009, su principal objetivo es desarrollar el contenido de las obligaciones de control interno de las SGIIC y las sociedades de inversión previstas por la Ley y el Reglamento de IIC, haciéndolas extensivas a todas las actividades relacionadas con la gestión, administración y representación de las IIC. Hasta ahora, el desarrollo en detalle de las obligaciones de control interno de las sociedades gestoras se había limitado a las operaciones en instrumentos financieros derivados o en valores no cotizados realizadas por las IIC. La Circular establece, de manera taxativa, la responsabilidad del consejo de administración de la gestora respecto a la definición, implantación y supervisión de los procedimientos y mecanismos de control interno.

La Circular 6/2009 define las unidades de control de riesgos y de cumplimiento normativo que conformarán el control interno de la gestora, así como la unidad de auditoría interna, cuyo cometido consistirá en examinar la adecuación y eficacia de los sistemas y procedimientos de control interno, proponiendo medidas de mejora mediante la elaboración de un plan de auditoría. También se definen los flujos de información de las distintas unidades. La estructura organizativa será proporcionada a la naturaleza, volumen y complejidad de las actividades e IIC gestionadas.



Especial mención en esta Circular merecen las políticas y procedimientos de gestión de riesgos, cuya finalidad es identificar, evaluar y cuantificar los riesgos de las IIC. A estos efectos, se prescribe i) la realización de determinadas comprobaciones respecto tanto a las nuevas inversiones como a las ya existentes (*due diligence*), ii) la verificación del cumplimiento de los límites de riesgos de cada IIC, iii) la realización de pruebas para calibrar la precisión y la calidad de los sistemas de evaluación de riesgos (*back testing*) y iv) la aplicación de pruebas de tensión para calibrar la tolerancia frente a situaciones extremas, incluidas pruebas de tensionamiento de la liquidez (*stress testing*).

Finalmente, debe destacarse que los requisitos organizativos y de control interno desarrollados en la Circular se alinean con los criterios trasladados recientemente por CESR a la Comisión Europea, en su asesoramiento para el desarrollo de las normas de nivel II de la Directiva UCITS IV sobre requisitos organizativos de las gestoras y que, a su vez, coinciden con los criterios establecidos por la MIFID para las empresas de servicios de inversión, con las adaptaciones necesarias a las especificidades de las IIC. Finalmente, la Circular 6/2009 recoge los principios de gestión del riesgo aprobados por CESR en febrero de 2009.

### 12.3.1 Supervisión de requisitos prudenciales y normas de conducta

#### Controles periódicos

La actividad supervisora en este ámbito ha continuado centrándose, durante el pasado ejercicio, en la verificación periódica de preceptos de la normativa esenciales para la protección de los inversores, como la suficiencia de medios, la adecuación de los controles internos, la prevención de los conflictos de interés, el cumplimiento de coeficientes legales y la aptitud de las inversiones, entre otros. Algunos de estos controles periódicos se destacan a continuación.

Respecto a los controles sobre medios y procedimientos de las gestoras, cabe señalar que gran parte de las situaciones de riesgo potencial identificadas en las labores de supervisión estaban asociadas a la falta de medios suficientes para el correcto desempeño de las funciones y obligaciones atribuidas por la normativa a estas entidades. Precisamente, en relación a los medios de las gestoras, es importante destacar la aprobación durante el año de la Circular 6/2009, de 9 de diciembre, de la CNMV, sobre control interno de las SGIIC, que agrupa y detalla los requisitos de organización y procedimientos de control interno de las gestoras, y a la que éstas habrán de adaptarse durante el año 2010. Esta Circular va a constituir un marco de referencia normativa sólido y detallado para calibrar la suficiencia de medios de las gestoras. Asimismo, dentro de este apartado es de destacar también la supervisión de las normas de separación entre gestora y depositario cuando ambos forman parte del mismo grupo, circunstancia que tiene especial importancia dada la configuración empresarial del sector en España.

En materia de solvencia de las SGIIC, la actuación de la CNMV ha estado dirigida a anticipar posibles problemas en este ámbito, solicitando a las entidades, cuando se ha estimado necesario, planes para reconducir la situación. En el seguimiento y análisis de las gestoras se han considerado diversos parámetros de la situación patrimonial de la entidad y de la evolución de sus actividades y se han realizado pruebas de sensibilidad basadas en escenarios desfavorables.

En cuanto a los controles de legalidad de las IIC, los requisitos mínimos de diversificación de las carteras, los coeficientes de liquidez y los límites de apalancamiento mediante endeudamiento y uso de derivados han concentrado una parte significativa del esfuerzo supervisor. También se ha prestado una especial atención al cumplimiento de los requisitos de patrimonio y partícipes en fondos de inversión, y de capital y accionistas en el ámbito de las SICAV, incluyendo la verificación de los límites de autocartera.

La CNMV también ha dedicado un esfuerzo notable a verificar el cumplimiento de las políticas de inversión descritas en los folletos informativos de las IIC. Algunos casos de incumplimiento detectados dieron lugar a la percepción de compensaciones por parte de los inversores. Igualmente, se ha revisado la adecuada imputación de comisiones en las IIC, detectándose algunas incidencias en el cargo de comisiones de depósito de valores internacionales.

### Controles específicos

Junto a los controles periódicos descritos anteriormente, también se realizan análisis de supervisión puntuales, los cuales normalmente están dictados por circunstancias especiales de las entidades o de los mercados. Así, en 2009, la crisis financiera ha motivado la realización de diversos análisis específicos de carácter prudencial, algunos de los cuales se refieren a continuación.

- Análisis de la renta fija presente en la cartera de las IIC. Este análisis lo ha motivado el importante descenso en la liquidez de determinados segmentos de los mercados financieros, principalmente el de renta fija privada. El 17 de marzo de 2008, la CNMV ya había publicado una nota recomendando a las gestoras que dispusieran de una política expresa de control de la liquidez global de las carteras de IIC, con el fin de garantizar la atención de los reembolsos solicitados y el tratamiento equitativo de los inversores. Desde el inicio de la crisis, la tarea supervisora en este ámbito ha consistido, fundamentalmente, en analizar la valoración que las gestoras estaban aplicando a las inversiones en renta fija privada, con el objetivo de verificar su adecuación y cuantificar el porcentaje del patrimonio de los FI que se correspondía con productos de liquidez reducida. También se llevó a cabo una revisión de todas las operaciones de compraventa de activos realizadas por las IIC, prestando especial atención a aquéllas efectuadas entre entidades vinculadas, para constatar que las operaciones se realizaron a precios de mercado y en interés de los inversores.
- Idoneidad de los sistemas internos que poseen las entidades gestoras para controlar la profundidad del mercado en aquellas IIC con mayores porcentajes de cartera invertidos en valores de baja y mediana capitalización. En general, se ha encontrado que las entidades gestoras cuentan con sistemas de control adecuados para relacionar los volúmenes de negociación habituales de cada valor en el que invierten y el volumen invertido por el conjunto de las instituciones gestionadas, con el fin de permitir una liquidación ordenada de las posiciones que, en la mayoría de los casos, no superaría el plazo de un día.
- Supervisión de fondos garantizados. Se impartieron durante el ejercicio directrices a las gestoras de fondos garantizados, con el objetivo de asegurar la adecuación de las estructuras subyacentes de estos fondos a las condiciones existentes en los mercados de renta fija. En este marco, algunas entidades promotoras han optado por constituir, de manera adicional a la garantía aportada por un tercero,

una garantía financiera pignoratícia en forma de depósito de efectivo o valores de deuda pública. La disposición de dicha garantía se produciría en el supuesto de que el FI se viera obligado a vender ciertos activos y el valor de realización de los mismos fuese inferior a su valoración a efectos del cálculo del valor liquidativo del fondo. Así, este mecanismo constituye una garantía adicional o suplementaria plenamente ejecutable y permite disminuir la incertidumbre en torno a las condiciones de los reembolsos de los FI.

- Seguimiento de las inversiones en cartera de IIC afectadas directamente por la crisis financiera, como, por ejemplo, los instrumentos financieros emitidos o garantizados por Lehman Brothers. Si bien la presencia cuantitativa de estos instrumentos en cartera de las IIC españolas era muy poco significativa respecto al patrimonio total, se prestó una atención específica a las IIC que los mantenían en cartera. Como resultado de este análisis se ha constatado, en general, la existencia de una valoración de acuerdo a mercado y el suministro de información adecuada a los partícipes.
- Análisis de la participación de IIC ordinarias en otras IIC con problemas de liquidez, de valoración o que han suspendido los reembolsos. Este análisis fue particularmente intenso durante los primeros meses de 2009, en los que la crisis financiera ocasionó que numerosos fondos aptos para la inversión de la IIC (la gran mayoría, fondos con pasaporte europeo) se vieran afectados por este tipo de problemas. El análisis se centró en el valor liquidativo aplicable a las operaciones de suscripción y reembolso, la transparencia frente a los inversores y la gestión de los posibles conflictos de interés entre partícipes.
- Análisis de las consecuencias del fraude Madoff. Si bien la presencia de activos afectados por el fraude no ha sido especialmente relevante desde un punto de vista cuantitativo en relación al patrimonio global, al igual que en las inversiones relacionadas con Lehman, se ha analizado el cumplimiento de la normativa en las IIC que tenían estas inversiones. Cabe señalar que dos entidades han compensado a sus inversores, al detectarse que realizaban estas inversiones en contravención de la política expresada en sus folletos. El análisis realizado ha permitido reflexionar sobre la interpretación de la norma en lo referente a la selección de inversiones. El 18 de marzo de 2010 la CNMV difundió una comunicación en la que se destacaba que las gestoras deben establecer sistemas de gobierno corporativo robustos y una adecuada segregación de los activos como criterios de aptitud de las IIC subyacentes en las que inviertan. En el caso de inversiones en estructuras principal-subordinado, la práctica de diligencia debida se deberá extender a los fondos principales, incluyéndose los controles por parte del depositario, dado que, en definitiva, la IIC inversora quedará expuesta a los riesgos inherentes al fondo principal. Además, en el caso de inversiones en productos estructurados con *hedge funds* como subyacente, así como en las inversiones que se realicen de manera directa tanto en IIC armonizadas como en IIC no armonizadas y *hedge funds*, se deberán tomar como referencia los aspectos señalados en la Circular 1/2006, sobre IIC de Inversión Libre.

Junto a los controles específicos de carácter prudencial, la CNMV también ha llevado a cabo comprobaciones para verificar el cumplimiento de las normas de conducta por parte de las SGIIC, especialmente en lo que respecta a la gestión de los conflictos de interés. Entre los controles realizados cabe destacar los siguientes:

- Análisis de las medidas adoptadas por las gestoras en relación a la percepción de compensaciones (por ejemplo, compensaciones derivadas de quiebras de compa-

ñas como Enron). Este análisis se centra en la verificación de la actuación de las gestoras en interés de los partícipes y la adecuada gestión de los conflictos de interés por la imputación de estas compensaciones.

- Análisis de colocación de títulos en cartera de las IIC, a efectos de determinar la existencia de posibles conflictos de interés, respecto a entidades como los emisores o los colocadores.
- Análisis de fusiones entre fondos, para asegurar el tratamiento equitativo y la protección de los partícipes.
- Análisis de los mecanismos de preasignación de órdenes, a efectos de determinar que éstas se adjudican a la IIC con carácter previo al conocimiento del resultado de la operación, de modo que se eviten asignaciones discriminatorias que vulnerarían la obligación legal de actuar en interés de los inversores en la IIC.
- Verificación de que las operaciones de las IIC se realizan en condiciones y a precios de mercado, a efectos de detectar prácticas que pudiesen perjudicar el interés de las IIC en beneficio de otras entidades, en especial otras IIC gestionadas en el grupo.

### 12.3.2 Información a inversores

La regulación de las IIC prevé el envío a la CNMV de los informes de auditoría y cuentas anuales, información que debe ser entregada a los inversores como parte del informe anual. Dicha información se completa con las recomendaciones efectuadas por los auditores y el informe sobre el grado de cumplimiento de la memoria de control interno. Todos estos documentos resultan fundamentales para el desarrollo de las funciones de supervisión que la CNMV tiene encomendadas y, por ello, se ha prestado especial atención durante el pasado ejercicio a la revisión de su forma y contenido, así como al cumplimiento de los plazos de presentación establecidos.

En particular, la CNMV ha revisado con singular énfasis los informes de auditoría del ejercicio 2008, presentados en 2009. La relevancia dada a esta revisión se justifica por el hecho de que, en el contexto de la crisis financiera, se han incrementado, en las opiniones de los auditores, el número de salvedades, incertidumbres y párrafos de énfasis referidos a inversiones en activos problemáticos, de dudoso cobro o valoración, incumplimiento de coeficientes y mínimos legales e IIC en situaciones de liquidación.

### 12.3.3 Supervisión de gestoras de IICIL e IIC de IICIL

Durante el año 2009 se ha efectuado un seguimiento estrecho de los procesos de liquidación ordenada que han afectado a varias de estas instituciones, fundamentalmente a fondos de fondos. En relación a los fondos de fondos que no se hallan en liquidación, la supervisión ha prestado especial atención al grado de concentración en sus carteras de activos con problemas de valoración o liquidez, así como a la verificación de los procedimientos de diligencia debida en la selección de inversiones de estas entidades, fundamentalmente con inversiones como las afectadas por el fraude Madoff (véase “Controles específicos” en el apartado 12.3.1).

### 12.3.4 Supervisión de los depositarios de IIC

A lo largo del ejercicio 2009 se han desarrollado diversas actuaciones de supervisión para verificar la efectiva adaptación de los depositarios de IIC a las exigencias de la Orden EHA/596/2008, especialmente en lo referido a las funciones de vigilancia y supervisión de la gestión de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva. También se ha puesto especial énfasis en asegurar (i) el cumplimiento de la función de custodia de valores y efectivo de las IIC, especialmente en los casos en los que el objeto de inversión son otras IIC, así como en la inversión en instrumentos financieros derivados; (ii) el cumplimiento de la función de administración de valores y efectivo de las IIC, especialmente cuando las cuentas corrientes de las IIC están abiertas en terceras entidades distintas del depositario; y (iii) que, en el caso de que gestora y depositario pertenezcan al mismo grupo, el departamento que gestione el depósito de las IIC ocupe, dentro del grupo, una posición jerárquica que garantice la autoridad necesaria para el adecuado ejercicio de las funciones que la normativa le atribuye.

En el ámbito de los depositarios cabe destacar, asimismo, la publicación de la Circular 3/2009, de 25 de marzo, de la CNMV, sobre el contenido del informe semestral de cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión de los depositarios de IIC. Esta Circular precisa la información que los depositarios deberán remitir a la CNMV cuando detecten incumplimientos normativos o anomalías en la gestión o administración de las IIC. La norma entró en vigor el 1 de julio de 2009 y la primera información a remitir es la correspondiente al segundo semestre de 2009.

### 12.3.5 Supervisión de las IIC inmobiliarias

Como en 2008, la difícil situación del sector inmobiliario ha motivado que la CNMV dedique en 2009 una atención prioritaria a la supervisión de estas IIC. En particular, cabe destacar el seguimiento del proceso ordenado de venta de inmuebles en dos fondos de inversión inmobiliaria que se habían visto obligados a suspender los reembolsos. Respecto al resto de FII, se ha mantenido un estrecho seguimiento de su situación de liquidez a efectos de garantizar la atención de los reembolsos. Como parte de estos controles, se ha prestado una atención especial al análisis de los informes de auditoría. En el ámbito de las valoraciones, su seguimiento ha tenido en cuenta las rentabilidades comparadas de los inmuebles correspondientes a las distintas instituciones, así como la tendencia del mercado.

## 12.4 Supervisión de entidades de capital-riesgo

La entrada en vigor de la Circular 7/2008 de la CNMV sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las ESI, SGIIC y SGEICR y de la Circular 11/2008 de la CNMV sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las entidades de capital-riesgo ha mejorado y facilitado las labores de supervisión de este tipo de entidades, al incluir modelos de información más completos y detallados y nuevos requisitos de información. Ahora, con los nuevos modelos, la información aportada por las entidades de capital-riesgo permite un análisis más detallado del cumplimiento de los coeficientes legales establecidos.

Una de las principales novedades introducidas en la Circular 11/2008 es la que señala, para el caso de que los informes de auditorías incluyan salvedades por limitacio-

nes al alcance (por no haberse podido obtener evidencias suficientes en relación a la valoración de las inversiones de la entidad) que la sociedad gestora o, en su caso, la sociedad de capital-riesgo, remitirá un informe de seguimiento, elaborado por el propio auditor, en el que se dé cuenta de la resolución final de dichas salvedades. Durante el ejercicio 2009 se ha prestado especial atención al contenido de estos informes, que permiten incrementar la transparencia en relación a este tipo de entidades.

### **12.5 Supervisión de las sociedades gestoras de fondos de titulización**

Tras finalizar, en 2008, el programa de supervisión in situ de las sociedades gestoras de fondos de titulización (SGFT), iniciado en 2002 y centrado en verificar, especialmente, que las sociedades cuentan con medios suficientes para el desarrollo de su actividad, durante el ejercicio 2009 la labor supervisora se concentró en la comprobación de las medidas adoptadas por las entidades supervisadas respecto a incidencias que habían sido previamente detectadas por la CNMV. El resultado de estas comprobaciones ha sido, en general, satisfactorio.

### **12.6 Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales**

En el ámbito de la colaboración existente entre la CNMV y el Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (SEPBLAC), la CNMV remitió a este organismo una comunicación relacionada con el grado de cumplimiento de las obligaciones en materia de prevención del blanqueo de capitales de una SGIC, cuya revisión había sido acordada por el SEPBLAC.

### 13.1 Atención de reclamaciones

La CNMV atiende las reclamaciones presentadas por los inversores en el ámbito de las actividades que supervisa. Estas reclamaciones deben ser resueltas, en primer lugar, por las propias entidades a las que se refieren y, para ello, el inversor debe dirigirse al Servicio de Atención al Cliente y/o al Defensor del Cliente de la entidad. Si ésta no contesta en el plazo de dos meses o si la respuesta no es satisfactoria, los inversores pueden presentar su reclamación ante la CNMV, a través de la Oficina de Atención al Inversor (OAI). La resolución de la CNMV a las reclamaciones presentadas no es vinculante para las entidades, aunque, en algunos casos, puede ser un elemento que ayude al inversor a obtener la reparación del perjuicio causado.

Los inversores también pueden presentar denuncias contra entidades particulares, que se tramitan a través del Departamento de lo Contencioso de la Dirección General del Servicio Jurídico de la CNMV (véase el apartado 3 del capítulo 14 de este Informe).

#### Reclamaciones tramitadas según tipo de resolución

CUADRO 13.1

	2007		2008		2009		% var. 09/08
	Número	% s/ total	Número	% s/ total	Número	% s/ total	
<b>Resueltas</b>	610	77,4	722	80,3	823	72,4	14,0
Informe favorable al reclamante	176	22,3	226	25,1	293	25,8	29,6
Informe desfavorable al reclamante	342	43,4	365	40,6	254	22,3	-30,4
Informe sin pronunciamiento	7	0,9	10	1,1	57	5,0	470,0
Avenimiento	76	9,6	112	12,5	198	17,4	76,8
Desistimiento	9	1,1	9	1	21	1,8	133,3
<b>No resueltas</b>	178	22,6	177	19,7	314	27,6	77,4
Competencia de otros organismos	39	4,9	41	4,6	86	7,6	109,8
No admitidas	139	17,6	136	15,1	228	20,1	67,6
Total reclamaciones tramitadas	788	100	899	100	1137	100	26,5
<b>Total presentadas</b>	<b>809</b>	<b>—</b>	<b>1.058</b>	<b>—</b>	<b>2154</b>	<b>—</b>	<b>103,6</b>

Fuente: CNMV.

En 2009 se presentaron en la CNMV un total de 2.154 reclamaciones, más del doble que las presentadas el año anterior. Como se aprecia en el cuadro 13.1, el número de reclamaciones tramitadas durante el ejercicio ascendió a 1.137, lo que supone un aumento del 26% respecto a 2008. Al finalizar 2009, quedaban pendientes de resolución 1.410 reclamaciones.



En cuanto a la tipología de las reclamaciones recibidas durante el último ejercicio, cabe reseñar tres características diferenciales respecto a años anteriores. En primer lugar, han aumentado las reclamaciones no admitidas por no cumplir los requisitos formales para ello. En segundo lugar, también se ha registrado un aumento importante en la recepción de reclamaciones que son competencia de otros organismos, lo que puede reflejar un mayor uso de la “ventanilla única” en las reclamaciones referidas al sector financiero (banca, valores y seguros), pero también la dificultad de algunos inversores para identificar el organismo competente, como consecuencia de la naturaleza compleja de algunas inversiones. En tercer lugar, llama la atención la reducción de las reclamaciones resueltas con informe desfavorable al reclamante: mientras que en 2008 constituían la mitad de las resueltas, en 2009 representaron el 30%. También cabe destacar el aumento de los avenimientos y de los desistimientos, como se observa en el cuadro 13.1.

Las entidades contra las que se dirigió un mayor número de reclamaciones fueron las entidades de crédito, lo cual simplemente refleja el elevado peso relativo de este canal de distribución comercial de productos financieros. En concreto, seis entidades concentraron casi el 50% de todas las reclamaciones. En cuanto a la distribución por tipo de servicio o materia de las reclamaciones resueltas, las relacionadas con la prestación de servicios de inversión representaron el 64% del total, aumentando un 35% respecto al año 2008, como se aprecia en el cuadro 13.2. Dentro de este grupo, las más numerosas fueron las relacionadas con la recepción, transmisión y ejecución de órdenes, pero las que aumentaron en mayor medida fueron las referidas a situaciones de falta de información o información incompleta a los clientes. En particular, las reclamaciones por este motivo dirigidas a los bancos aumentaron un 124% entre 2008 y 2009. En cambio, las reclamaciones referidas a IIC se redujeron un 11% en ese periodo.

### Reclamaciones resueltas en 2009. Distribución por materia

CUADRO 13.2

	2007		2008		2009	
	Número	% s/ total	Número	% s/ total	Número	% s/ total
<b>Prestación de servicios de inversión</b>	<b>338</b>	<b>55,6</b>	<b>388</b>	<b>53,7</b>	<b>525</b>	<b>63,8</b>
Recepción, transmisión y ejecución de órdenes	173	28,5	200	27,7	256	31,1
Información suministrada al cliente	96	15,8	112	15,5	188	22,8
Comisiones y gastos	59	9,7	59	8,2	63	7,7
Otros	10	1,6	17	2,4	18	2,2
<b>Fondos de inversión y otras IIC</b>	<b>272</b>	<b>44,4</b>	<b>334</b>	<b>46,3</b>	<b>298</b>	<b>36,2</b>
Información suministrada	114	18,7	95	13,2	108	13,1
Suscripciones/reembolsos	65	10,4	103	14,3	92	11,2
Traspasos	54	8,9	88	12,2	61	7,4
Comisiones y gastos	39	6,4	48	6,6	37	4,5
<b>Total reclamaciones resueltas</b>	<b>610</b>	<b>100</b>	<b>722</b>	<b>100</b>	<b>823</b>	<b>100</b>

Fuente: CNMV.

### Seguimiento de las rectificaciones de las entidades

Al término de cada expediente se solicita a la entidad reclamada información y justificación documental de las actuaciones practicadas, en caso de rectificación de acuerdo con las conclusiones del informe. Cuando la entidad no responde en el plazo fijado, el expediente se considera como no rectificado a efectos estadísticos.



Se considera que una actuación incorrecta ha sido rectificada cuando la entidad justifica haber atendido el objeto de la reclamación, ya sea mediante compensación económica al reclamante (cuya cuantía, en ningún caso, es objeto de valoración por parte de la CNMV) o cuando acepta los criterios manifestados por la CNMV en su informe y adopta medidas para evitar la repetición de esa actuación incorrecta en el futuro.

Este seguimiento trata de prevenir la repetición de malas prácticas y actuaciones incorrectas y de estimular que se adopten medidas para su corrección por parte de las entidades. Además permite valorar la eficacia del sistema de atención de reclamaciones y el grado de adaptación de las entidades a los criterios y recomendaciones derivados del análisis de las reclamaciones.

Cabe señalar que en 2009 disminuyó notablemente, respecto a años anteriores, el porcentaje de rectificaciones sobre el total de reclamaciones cerradas con informe favorable al declarante. De las 292 reclamaciones cerradas de esta manera, las entidades rectificaron su actuación en el 18,2% de los casos, frente al 34,1% en 2008 y el 55% en 2007. En un 74,7% de los casos las entidades no contestaron y en el 7,2% restante lo hicieron para discrepar de lo expuesto por la CNMV.

### Reclamaciones más significativas con resolución a favor del reclamante

Atendiendo a su frecuencia y al interés de su contenido, se destacan tres grandes grupos de reclamaciones resueltas a favor del reclamante durante 2009: las referidas a la prestación de servicios de inversión, las relacionadas con los fondos de inversión y las derivadas de procesos de testamentaría. Respecto al primer grupo, cabe señalar las siguientes:

- Siguen siendo frecuentes las reclamaciones por falta de ejecución de órdenes o retrasos en las mismas; por falta de correspondencia entre las instrucciones del cliente y la operación finalmente ejecutada; por ejecución de operaciones sin el consentimiento ni el conocimiento de los clientes; y por incidencias con cuentas de valores abiertas en régimen de cotitularidad. En muchos casos está justificado que no se hayan ejecutado las órdenes, pero la entidad que recibe la orden del cliente tiene el deber de advertirle de la no ejecución y justificarla.
- Se repiten las incidencias sobre valores admitidos a negociación en el mercado AIAF, que ponen de manifiesto la falta de diligencia de algunas entidades miembros del mercado que reciben órdenes en el tramo minorista y actúan, además, como depositarias de los valores. En particular, algunas entidades no han podido acreditar el cumplimiento de su política de tramitación de órdenes, poniéndose de manifiesto que no han extendido la búsqueda de contrapartida a la totalidad de su red comercial ni han acudido a los proveedores de liquidez de las distintas emisiones.
- En el caso de cuentas de valores con cotitularidad, se han vuelto a repetir reclamaciones en relación a alteraciones por parte de las entidades del régimen de propiedad y usufructo, sin la debida acreditación o título que así lo determine. Además, se ha recordado a las entidades que la modificación del régimen de disposición indistinta vigente entre cotitulares en un contrato de valores debe ser llevada a cabo cuando medie la solicitud formal de cualquiera de los titulares para revocarla.

- En 2009 han sido especialmente relevantes las reclamaciones relacionadas con la adquisición y tenencia de instrumentos financieros emitidos por entidades afectadas gravemente por la crisis financiera, como Lehman Brothers o los bancos islandeses. En su gran mayoría, estas reclamaciones han puesto de manifiesto el suministro de información incompleta sobre las características y riesgos de los valores antes de su adquisición y la falta de información durante el tiempo en que los valores se mantuvieron en cartera, incluso después de la declaración concursal. En diversas reclamaciones se argumentó, por parte de las entidades, que se había suministrado información verbal, pero no se acreditó la entrega de información escrita sobre las correspondientes emisiones. No obstante, algunas entidades incorporaron la información sobre las características y riesgos de los productos en los documentos de compra.
- Cabe destacar, asimismo, algunas reclamaciones sobre permutas financieras en las que se señala falta de información en el momento de la contratación respecto a los costes asociados a la operación de cancelación anticipada. En caso de que los clientes soliciten esa cancelación anticipada, la entidad debería efectuar los cálculos e informar del resultado de la liquidación antes de dar curso al mandato.
- Son recurrentes las reclamaciones relativas al cobro de comisiones. En especial, se reciben quejas sobre la aplicación incorrecta de los conceptos y periodos de devengo previstos en los folletos de tarifas, la repercusión de importes superiores a los tarifados, el cargo de conceptos injustificados o la falta de información adecuada sobre la modificación de las tarifas efectivas aplicadas.

Respecto a las reclamaciones referidas a fondos de inversión, se destacan las siguientes:

- Las entidades comercializadoras no entregaron el folleto informativo ni el último informe semestral antes de la suscripción de participaciones o acciones, ni informaron al cliente sobre su derecho a solicitar el folleto completo y los últimos informes anual y trimestral publicados.
- Hubo demoras o falta de ejecución de órdenes de clientes debido al hecho de que las participaciones de un fondo de inversión se encontraban pignoradas. El levantamiento de la pignoración es un paso previo e imprescindible que debe realizarse con la mayor rapidez para evitar retrasos en el reembolso.
- Se ejecutaron órdenes sin consentimiento del partícipe o con deficiencias de contenido. En la mayoría de los casos, se referían a carteras de fondos en régimen de cotitularidad.
- En operaciones de reembolso se aplicaron valores liquidativos no conformes a lo establecido en los folletos informativos y las memorias de comercialización de los fondos.
- Hubo incidencias en los traspasos de fondos entre gestoras por diversos motivos, que ponen de manifiesto defectos en la actuación de las entidades de destino como, por ejemplo, no identificar de manera adecuada a los ordenantes, lo que provoca el rechazo de la solicitud por la entidad de origen, no informar adecuadamente a los clientes de la obligación de realizar una conversión a euros para los productos denominados en divisas o no comunicar la existencia de requisitos mínimos de inversión en la IIC de destino. Algunas reclamaciones también ponen de manifiesto falta de diligencia en las entidades gestoras de origen, que

deben explicar con rapidez a la entidad de destino las circunstancias que han provocado el rechazo del traspaso y garantizar que la información que transmiten es correcta (antigüedad fiscal, importe de la transferencia, etc.).

Finalmente, en cuanto a las reclamaciones relacionadas con la tramitación de herencias, cabe destacar, por su frecuencia, las que ponen de manifiesto retrasos injustificables en el proceso. En otros casos, las entidades no ofrecieron a los herederos información sobre operaciones concretas ordenadas por el causante a pesar de ser requerida. También se han tramitado reclamaciones debido a que las entidades no permitieron a los herederos disponer de los bienes de la herencia para hacer frente a las obligaciones tributarias derivadas del impuesto de sucesiones y donaciones aun cuando no se hubiera procedido todavía al cambio de titularidad. Por otro lado, siguen existiendo reclamaciones que ponen de manifiesto que el cambio de titularidad debido a la herencia se lleva a cabo por las entidades mediante una aplicación de valores o venta de la posición del causante e inmediata compra por parte del heredero.

### Redes internacionales de resolución de reclamaciones

La CNMV participó en 2009 en las actividades del Financial Dispute Resolution Network (FIN-NET), la red de resolución de quejas en el ámbito de los servicios financieros del Espacio Económico Europeo (EEE). Esta red fue creada en 2001 por la Comisión Europea y contaba, al finalizar el pasado ejercicio, con un total de 51 organismos nacionales de resolución de quejas adheridos.

El objetivo de la red es facilitar a los inversores la formalización de reclamaciones en el ámbito de las transacciones transfronterizas, mediante la intervención de un servicio de resolución de quejas domiciliado en su propio país. Para ello, la red pretende alcanzar un mayor nivel de visibilidad y accesibilidad por parte de los consumidores y de las empresas que prestan servicios financieros, cubrir todos los servicios financieros en todos los países del Espacio Económico Europeo y fomentar el intercambio de información entre los distintos organismos nacionales.

Durante el pasado ejercicio, la CNMV informó a FIN-NET de la resolución de un total de seis reclamaciones presentadas por inversores no residentes, dirigidas contra entidades que prestan servicios de inversión en España.

También cabe resaltar la participación de la CNMV en las actividades del International Network of Financial Services Ombudsman Schemes (INFO), que es una red de organismos nacionales de resolución extrajudicial de reclamaciones en el ámbito de los servicios financieros destinada a promover la cooperación entre sus miembros. A diferencia de FIN-NET, INFO no tiene como misión asistir al consumidor en las reclamaciones transfronterizas, ni su adhesión está restringida a organismos pertenecientes a países del área EEE.

### 13.2 Fondo General de Garantía de Inversiones (FOGAIN)

El número de entidades adheridas al Fondo General de Garantía de Inversiones ascendía a finales de 2009 a 150, cuatro más que en 2008. En concreto, durante el ejercicio se adhirieron diez nuevas entidades (siete SGIIC y tres AV) y causaron baja seis (cuatro AV, una SV y una SGC). El total de entidades adheridas se distribuía como sigue: 50 SV, 50 AV, nueve SGC, una sucursal de una empresa de servicios de inversión extranjera y 40 SGIIC. Como ha venido ocurriendo en los últimos ejercicios, desde que se modificó

la normativa que permite a las SGIIC realizar determinados servicios de inversión, en 2009 volvió a aumentar el número de entidades adheridas de este tipo.

Durante el último ejercicio, el FOGAIN ha continuado tramitando solicitudes de indemnización por insolvencias producidas años atrás, sin que se hayan producido nuevos casos de insolvencia que requiriesen la intervención del Fondo. Debe señalarse que la mayoría de las indemnizaciones correspondientes a los casos mencionados ya han sido satisfechas, por lo que la actividad relacionada con los mismos es cada vez menor. En concreto, durante el pasado año, ha afectado tan sólo a un reducido número de clientes de AVA Asesores de Valores, A.V. y Broker Balear, A.V.

En relación con estos casos, hay que recordar que la actual regulación establece un plazo máximo de quince años para solicitar el pago de indemnización, por lo que FOGAIN debe estar en disposición de satisfacer a aquellos clientes que tengan derecho a ella durante dicho plazo. También cabe recordar que la cobertura máxima de la indemnización en los procesos abiertos con anterioridad a la aprobación del Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre, por el que se ampliaba la cobertura tanto de los fondos de garantía de depósitos como de FOGAIN, sigue siendo de 20.000 euros, en vez de los 100.000 previstos en dicha norma.

De manera creciente, la Sociedad Gestora de FOGAIN, en la que están representadas todas las empresas de servicios de inversión y un elevado número de SGIIC, viene actuando como interlocutor entre las entidades y el supervisor o, en su caso, los reguladores europeos en diversas materias. Esta actividad se plasma, en particular, en la participación del director general de dicha sociedad gestora en el Comité Consultivo de la CNMV y el Comité Consultivo de CESR.

### 13.3 Información a los inversores

La Oficina de Atención al Inversor de la CNMV (OAI) tiene como finalidad el acercamiento de la información a los inversores minoristas. Para ello, en primer lugar, atiende las consultas que le plantean directamente los inversores y, en segundo lugar, proporciona información en lenguaje y formato sencillos sobre cuestiones de interés general a través del Portal del Inversor, hospedado en el sitio web de la CNMV.

#### 13.3.1 Consultas

A través de la OAI, los inversores obtienen ayuda para encontrar y utilizar la información contenida en los registros oficiales, resuelven sus dudas sobre normativa, servicios y productos existentes en los mercados de valores y conocen sus derechos y los cauces para ejercerlos. Las consultas pueden realizarse por teléfono (902 149 200), por carta dirigida a la OAI, mediante presentación telemática a través de la Oficina Virtual de la CNMV y, desde principios de 2010, también mediante el envío de un formulario vía Internet. Este último formulario, que se ha puesto en marcha con el objetivo de sistematizar el procedimiento y hacerlo más eficaz, sustituye al antiguo correo electrónico [inversores@cnmv.es](mailto:inversores@cnmv.es), que ha sido dado de baja como vía de consulta.

En cuanto a las consultas atendidas en 2009, éstas aumentaron un 15,7% con respecto a 2008, como se aprecia en el cuadro 13.3, manteniéndose así la tendencia iniciada en 2006. El canal telefónico siguió siendo el más empleado (el 67,1% de las consultas llegan a través de este medio) y su utilización registró un crecimiento importante en el último año, de un 13,6%. La mayoría de las consultas recibidas por

teléfono fueron atendidas por los operadores del *call center* (80,9% del total), mientras que las que precisaron de una atención especializada por parte de técnicos de la CNMV (el 19,1% restante) supusieron una media de más de doce llamadas diarias. Asimismo, cabe destacar el fuerte aumento de las consultas remitidas por escrito que, en gran parte, solicitaban información relacionada con la suspensión de los reembolsos del fondo Santander Banif Inmobiliario, FI.

### Distribución por canal de recepción de las consultas

CUADRO 13.3

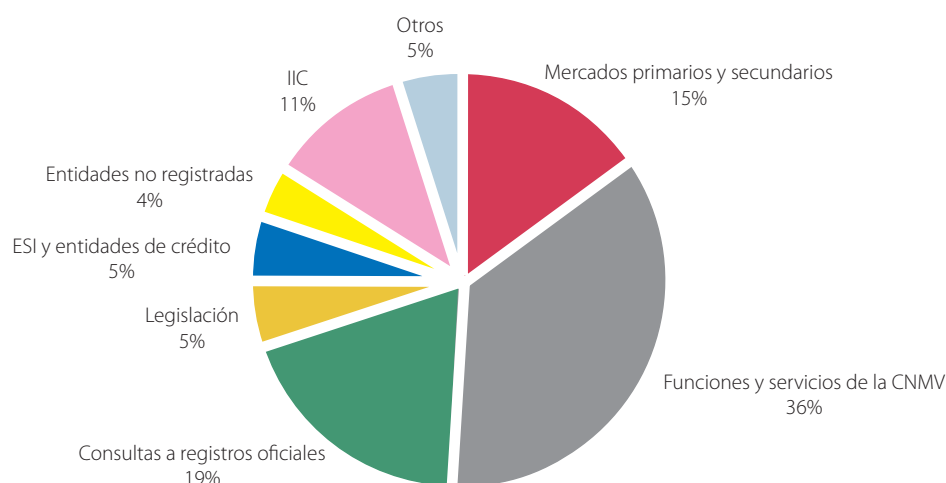
	2008		2009		% var. 09/08
	Número	% s/ total	Número	% s/ total	
Teléfono	8.411	68,3	9.556	67,1	13,6
Correo electrónico	2.903	23,6	2.982	20,9	2,7
Escritos	234	1,9	1.136	8,0	385,5
Presencial	765	6,2	574	4,0	-25,0
<b>Total</b>	<b>12.313</b>	<b>100,0</b>	<b>14.248</b>	<b>100,0</b>	<b>15,7</b>

Fuente: CNMV.

En la mayoría de las consultas, los inversores solicitaban información contenida en los registros oficiales o relativa a las funciones y servicios de la CNMV (véase gráfico 13.1). Esta última categoría fue la que más creció en 2009, ya que incluye las consultas sobre la situación en que se encuentra la resolución de expedientes de reclamaciones enviadas a la CNMV que, como se ha apuntado en el epígrafe anterior, registraron un incremento considerable.

### Consultas según materia (%)

GRÁFICO 13.1



Fuente: CNMV.

Por su frecuencia o el interés de su contenido, cabe destacar los siguientes asuntos objeto de consulta:

- La suspensión temporal de los reembolsos de Santander Banif Inmobiliario, FII, adoptada a finales de 2008.
- La venta de productos destinados a cubrir el riesgo de variaciones de tipos de interés asociados a la contratación de hipotecas o préstamos con tipos de interés variable.

- Las emisiones que no se verifican previamente en la CNMV, al no tener la consideración de oferta pública o al disponer de pasaporte comunitario. Un ejemplo de ello son determinadas emisiones de pagarés de empresa no sujetas a verificación por la CNMV, ya que la legislación no exige registro de folleto informativo para emisiones con un importe mínimo por suscriptor de 50.000 euros y no admitidas a negociación en un mercado secundario oficial. Este tipo de emisiones ha dado lugar, durante 2009, a varios comunicados de la CNMV con recomendaciones para los inversores y muchos de ellos llamaron para informarse de su regulación y supervisión.
- El procedimiento de venta de productos de renta fija privada (cédulas hipotecarias, bonos, obligaciones, pagarés, etc.) y, en especial, las participaciones preferentes. Debido al desconocimiento de los inversores, puesto de manifiesto a través de las consultas, se publicó una ficha informativa sobre las participaciones preferentes, resaltando, especialmente, su carácter perpetuo, su liquidez limitada y la posibilidad de que su valor de mercado en un momento dado sea inferior al precio de adquisición.
- Las consecuencias para los partícipes de fondos de inversión garantizados del descenso del *rating* de los garantes por debajo de lo exigido en la normativa de IIC. En enero de 2009, la CNMV hizo pública una comunicación relativa a esta cuestión.
- Como en años anteriores, son frecuentes las consultas sobre comisiones aplicadas en la prestación de servicios de inversión, entidades no registradas que ofrecen servicios de inversión, obligaciones de información de las entidades financieras y quejas relacionadas con la ecuación de canje aplicada en los procesos de fusión de sociedades o por el precio en los casos de exclusión de cotización.

### 13.3.2 Otros servicios de información

A lo largo de 2009 se han ido materializando nuevos servicios, o mejoras de los ya existentes, dirigidos a perfeccionar la información que reciben los inversores.

En primer lugar, ha comenzado la publicación de un boletín electrónico para inversores (BEI) con una periodicidad trimestral. El BEI se envía por correo electrónico a los suscriptores y también es accesible a través del sitio de la CNMV en Internet, en la sección dedicada a los inversores. El BEI ofrece información sobre asuntos relacionados con los mercados de valores de interés para los ciudadanos. Durante el pasado ejercicio se han abordado, entre otros, asuntos relacionados con las participaciones preferentes, las coberturas de tipos de interés y la asignación de un perfil de riesgo como inversor, así como los tests de conveniencia e idoneidad que deben realizar las entidades financieras para adaptar su oferta de productos al perfil del inversor.

En segundo lugar, también se ha puesto en marcha un servicio de alertas por SMS. Se emplea para avisar a los inversores cuando se incorpora en el sitio web de la CNMV alguna información que se considera de especial relevancia.

Por último, cabe destacar el nuevo diseño, puesto en marcha a partir de enero de 2010, del área dedicada a los inversores en el sitio web de la CNMV, que pasa a denominarse Portal del Inversor (anteriormente Rincón del Inversor; disponible en la dirección de Internet <http://www.cnmv.es/portalinversor/>). El Portal del Inversor es un canal de la CNMV dirigido específicamente a los inversores minoristas, cuya sencilla estructura guía al inversor para que pueda informarse acerca

de cómo realizar una consulta, presentar una reclamación o acceder a otros contenidos informativos o explicativos.

Dentro del Portal del Inversor, la sección de Orientación al Inversor proporciona la información básica que se debe considerar antes de tomar una decisión de inversión. A lo largo de 2010, se irá trabajando en el desarrollo de un aula virtual con la finalidad de avanzar en la formación de los inversores, de forma que se facilite la comprensión de la información financiera, de las características de los productos, del funcionamiento de los mercados y de los términos que caracterizan los servicios de inversión que ofrecen las entidades.

## **13.4. Formación del inversor**

### **13.4.1 Plan de Educación Financiera**

Durante el pasado ejercicio, la CNMV elaboró, en colaboración con el Instituto Nacional del Consumo (INC), un programa específico para formar a formadores en el ámbito de la educación financiera, que desarrollarán su actividad en las consejerías de las Comunidades Autónomas con competencias en Consumo o en las oficinas municipales de Consumo, dando formación a sus empleados. Esta actuación facilita la capilaridad de la formación financiera a lo largo de la geografía española y reconoce el papel del INC y de las oficinas municipales de Consumo que, en ocasiones, resuelven reclamaciones referidas a productos y servicios financieros. La colaboración del INC con el Plan de Educación Financiera se plasmó en un convenio entre dicho organismo, el Banco de España y la CNMV, que se firmó en marzo de 2010.

Una última actuación en el marco del Plan de Educación Financiera, durante 2009, además de las descritas en la sección 2.3.8 de este informe, fue la decisión de elaborar una colección de fichas divulgativas sobre conocimientos básicos de finanzas familiares. El contenido de estas fichas es sencillo y su lenguaje es accesible a todo el público, sin necesidad de estar familiarizado con estas cuestiones. Su difusión se realizará a lo largo de 2010.

### **13.4.2 Actividades formativas de la CNMV**

#### **Publicaciones para inversores**

La colección de fichas y guías destinadas a los inversores minoristas que elabora la CNMV ha continuado ampliándose durante el año 2009 con nuevos títulos, que se recogen en el cuadro 13.4. También se actualizaron los contenidos de diversas publicaciones existentes.

Las fichas y guías pueden descargarse desde la web de la CNMV. Muchos de los títulos están disponibles tanto en castellano como en inglés, y una de las fichas, por el especial interés del tema tratado (“Cómo reclamar en el ámbito de los servicios financieros”), también se encuentra traducida a las lenguas cooficiales del Estado.

Además del sistema de suscripción, que permite recibir las nuevas publicaciones por correo postal sin necesidad de posterior petición expresa, cada título puede ser solicitado de forma individualizada y gratuita a través del teléfono de la OAI.



Al finalizar el ejercicio, el número de suscriptores se aproximaba a los 13.000, casi mil más que el año anterior. El cuadro 13.5 muestra los distintos canales de distribución utilizados.

### Fichas y guías del inversor

CUADRO 13.4

	Fichas del inversor	Guías del inversor
Nuevos títulos	<p>Tríptico "Oficina de Atención al Inversor"</p> <p>Participaciones preferentes (PPR)</p> <p>Cómo interpretar la publicidad financiera</p> <p>Los derechos de suscripción preferente</p>	Las preguntas que debe hacerse todo accionista de una compañía cotizada
Actualizaciones	<p>Las opas. Qué son y cómo actuar</p> <p>¿Qué fondos de inversión puede encontrar en el mercado?</p> <p>Fondo de Garantía de Inversiones (FOGAIN)</p> <p>Trasposos entre fondos de inversión</p> <p>Tarifas y comisiones por servicios de inversión</p>	
Otros títulos de la colección	<p>Los contratos por diferencias (CFD)</p> <p>Fondos de inversión garantizados</p> <p>Nuevos tipos de fondos de inversión</p> <p>Cómo reclamar en el ámbito de los servicios financieros</p> <p><i>Warrants y turbowarrants</i></p> <p>Fondos cotizados (ETF)</p> <p>Las ofertas públicas de acciones (OPV/OPS)</p>	<p>Sus derechos como inversor: descubra la protección que le da la MiFID</p> <p>Los chiringuitos financieros</p> <p>Protección del inversor: servicios de reclamaciones</p> <p>Los fondos de inversión y la inversión colectiva</p> <p>Opciones y futuros</p> <p>Las órdenes de valores</p> <p>Los productos de renta fija</p> <p>Las empresas de servicios de inversión</p>

Fuente: CNMV.

### Fichas y guías del inversor: número de ejemplares distribuidos

CUADRO 13.5

	Acuerdos de colaboración		Fichas		Guías	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Mercados: bolsas y MEFF	5	5	5.800	14.400	5.850	5.600
Inversores (petición directa)			52.250	92.857	45.016	30.010
Asociaciones de consumidores	15	19	1.220	19.756	1.714	6.357
Entidades del mercado de valores	196	199	52.558	16.234	32.133	8.650
Sociedades de valores	31	31	10.580	4.653	5.280	1.420
Agencias de valores	45	46	7.405	2.486	4.808	730
SGC	20	20	1.800	1.230	1.822	700
SGIIC	92	94	31.173	7.360	18.943	5.600
Sucursales entidades extranjeras	8	8	1.600	505	1.280	200
Entidades de crédito	105	106	27.296	41.789	92.296	10.100
Universidades y otros centros docentes	39	39	3.064	4.750	2.338	2.395
Otros	4	8	11.888	11.410	16.280	3.956
<b>Total</b>	<b>364</b>	<b>376</b>	<b>154.076</b>	<b>201.196</b>	<b>195.627</b>	<b>67.068</b>

Fuente: CNMV.



## Conferencias y seminarios

Además del importante esfuerzo desplegado junto al INC en relación con el Plan de Educación Financiera, la CNMV ha intervenido en distintos foros orientados a la concienciación y capacitación de los consumidores financieros. Con este fin, la CNMV ha participado a lo largo de 2009 en numerosos eventos (jornadas, seminarios, cursos de verano, ferias de bolsa y mercados financieros, etc.) organizados tanto por organismos públicos como por entidades privadas.

## Foros internacionales sobre educación financiera

Durante 2009 la CNMV ha continuado participando en los foros internacionales relacionados con la educación financiera. Entre las actividades realizadas cabe destacar la participación en las reuniones de la International Network on Financial Education (INFE), organizadas por la OCDE. Esta red, integrada por organismos públicos y asesorada por expertos, ha creado varios grupos de trabajo para avanzar en el análisis de cuestiones consideradas prioritarias en el ámbito de la educación financiera.

En particular, la red ha examinado las experiencias de éxito de la educación financiera en las escuelas y ha resaltado la importancia de la evaluación de los programas de educación financiera. En este sentido, cabe destacar que se está elaborando una guía para que los responsables nacionales puedan tener una orientación sobre los aspectos que es necesario controlar para determinar el éxito de los programas de educación financiera. Asimismo, a lo largo de 2010 se prevé prestar una atención especial al problema de “formar a formadores”, es decir, cómo optimizar los esfuerzos formativos dirigiéndolos a colectivos que, por su proximidad a los ciudadanos, pueden potenciar el efecto de las iniciativas desarrolladas.

## 13.5 Publicidad de productos y servicios de inversión

La normativa española recoge los criterios de la normativa comunitaria anclada en la MiFID sobre los requisitos que deben cumplir las comunicaciones comerciales para garantizar su neutralidad. Estos criterios son utilizados por la CNMV para aquellos emisores o comercializadores que, de forma voluntaria, deseen someter a una revisión previa de este organismo su publicidad.

Como se aprecia en el cuadro 13.6, el número de campañas publicitarias analizadas con carácter previo por la CNMV descendió de forma notable durante el último año, en torno al 19%, respecto a 2008, manteniéndose la línea de descenso observada

### Número de campañas publicitarias revisadas por la CNMV

CUADRO 13.6

	Análisis previo		Control posterior		Total	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009
IIC	141	102	0	1	141	103
IIC extranjeras	6	7	0	0	6	7
Emisiones y OPV	97	70	1	0	98	70
Servicios financieros	38	50	1	0	39	50
<b>Total</b>	<b>282</b>	<b>229</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>284</b>	<b>230</b>

Fuente: CNMV.

también el año anterior. En el cuadro 13.6 también se aprecia que el descenso fue especialmente acusado en la comercialización de fondos de inversión y de emisiones y OPV (en torno al 28% en ambos casos), mientras que se produjo un aumento significativo en la publicidad relativa a servicios de inversión (32%).

Asimismo, cabe mencionar que se han revisado 55 campañas de productos comercializados en España a través de pasaporte comunitario. Debido al hecho de que la información disponible no siempre es tan accesible para el inversor en estos casos como la de los instrumentos registrados en España, la publicidad se convierte en una fuente de información importante para la decisión de compra. De ahí la conveniencia de asegurar, en la medida de lo posible, que los mensajes comerciales resulten equilibrados, claros y no engañosos, de acuerdo con lo establecido en la MiFID.

En la actualidad, se encuentra en fase de consulta un proyecto de orden ministerial que recoge los principios exigibles a la publicidad de productos y servicios de inversión y define la capacidad de actuación de la CNMV en esta materia.

## 14 Actuaciones disciplinarias

### 14.1 Expedientes sancionadores

#### 14.1.1 Descripción de los expedientes

Durante 2009, el Comité Ejecutivo de la CNMV acordó la incoación de 21 nuevos expedientes sancionadores, en los que se analizan un total de 32 presuntas infracciones (véanse cuadros 14.1 y 14.2). La mayor parte de los expedientes presentados, doce en total, se referían a conductas relacionadas con el retraso en la remisión a la CNMV y al mercado de información regulada de carácter financiero por parte de sociedades emisoras, o a la falta de remisión de tal información por parte de entidades de capital-riesgo o sus sociedades gestoras. Cinco expedientes contemplaban infracciones por abuso de mercado y el resto infracciones por vulneración del régimen jurídico de comunicación y publicidad de participaciones significativas en sociedades cotizadas, incumplimientos de normas de conducta, deficiencias en la organización administrativa y contable, deficiencias en los procedimientos de control interno e insuficiencia de medios técnicos y humanos por parte de empresas de servicios de inversión, así como la presentación de una oferta pública de adquisición con irregularidades esenciales que impidieron que se diera por presentada.

#### Expedientes abiertos y concluidos en 2009

CUADRO 14.1

	2008	2009
Número de expedientes abiertos	13	21
Número de expedientes concluidos	7	9
De los cuales:		
Abiertos en 2002	1	—
Abiertos en 2006	1	—
Abiertos en 2007	4	—
Abiertos en 2008	1	9

Fuente: CNMV.

En dos de los expedientes sancionadores incoados por presunta vulneración del deber de abstención al que se encuentra sometido todo el que disponga de información privilegiada, simultáneamente a la incoación de dichos expedientes la CNMV dio traslado de los hechos al ministerio fiscal, al apreciar que las conductas detectadas podían constituir hechos ilícitos de los previstos en el artículo 285 del Código Penal. Por otra parte, en un expediente incoado a una empresa de servicios de inversión, los instructores han tenido conocimiento de que se está tramitando un procedimiento penal por los mismos hechos valorados en el expediente administrativo o por hechos inseparables de los mismos, habiendo procedido los instructores del expediente a consultar al tribunal, al objeto de que éste informe sobre la suspensión o no del procedimiento administrativo hasta que los hechos queden fijados en sentencia firme.

### Número de infracciones de cada tipo en los expedientes sancionadores CUADRO 14.2

	Abiertos		Cerrados	
	2008	2009	2008	2009
<b>Infracciones muy graves</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>6</b>	<b>12</b>
No declaración/incorrecta comunicación de participaciones significativas	5	1	—	4
Incumplimiento reserva de actividad	—	—	1	—
Manipulación de mercado	1	1	—	—
Incumplimiento de coeficientes	1	—	—	1
No comunicación hechos relevantes/Información engañosa, inexacta o con omisiones relevantes	—	1	1	—
Incumplimiento en materia de información periódica de los emisores	2	4	—	2
Incumplimiento en materia de opas	3	6	—	2
Incumplimiento normativa general de las ESI	—	2	—	—
Incumplimiento normativa general de las IIC	2	—	—	2
Información privilegiada	3	4	3	1
Resistencia a la actuación inspectora	—	—	1	—
<b>Infracciones graves</b>	<b>5</b>	<b>13</b>	<b>3</b>	<b>5</b>
Incumplimiento en materia de gobierno corporativo	2	—	1	1
Incumplimiento en materia de abuso de mercado	1	1	—	1
Incumplimiento normativa general de las ECR	—	8	—	—
Incumplimiento normas de conducta	—	2	—	1
Manipulación de mercado	—	—	—	—
Información privilegiada	—	2	2	—
No elaboración/publicación/remisión en plazo de informes preceptivos	1	—	—	1
Desatender requerimientos CNMV	1	—	—	1

Fuente: CNMV.

En el curso del ejercicio, la CNMV concluyó nueve expedientes que incluían un total de 15 infracciones, todos ellos iniciados en el año 2008. Además se cerraron dos infracciones graves correspondientes a dos expedientes todavía no concluidos al cierre del ejercicio, uno incoado en 2008 y otro en 2009. En el cuadro 14.2 puede consultarse la naturaleza de las infracciones tratadas en los diferentes expedientes sancionadores concluidos en 2009 y, en el anexo IV.2, un resumen de las resoluciones adoptadas por la CNMV. En cuanto a las sanciones, como se indica en el cuadro 14.3, se impusieron 29 multas, por un importe de 498.103 euros, una amonestación pública y dos suspensiones en el ejercicio del cargo por un plazo total de seis meses.

### Sanciones impuestas

CUADRO 14.3

	2008			2009		
	Número	Importe <sup>1</sup>	Período <sup>2</sup>	Número	Importe <sup>1</sup>	Período <sup>2</sup>
Multa	11	5.279,5	—	29	498,1	—
Separación/inhabilitación general	—	—	—	2	—	6
Amonestación pública	—	—	—	1	—	—

Fuente: CNMV. (1) Miles de euros. (2) Meses.

### 14.1.2 Registro público de sanciones por infracciones graves o muy graves

El registro público de sanciones incorporó en 2009 las siguientes resoluciones sancionadoras relativas a infracciones graves o muy graves:

- Resolución de 23 de abril de 2009, de la CNMV, por la que se da publicidad a la sanción por infracción muy grave impuesta a \_\_\_\_\_ conforme a lo establecido en el artículo 102 de la LMV.
- Resolución de 1 de octubre de 2009, de la CNMV, por la que se da publicidad a las sanciones por infracción grave impuestas a \_\_\_\_\_ y a los miembros de su consejo de administración \_\_\_\_\_ conforme a lo establecido en los artículos 103 y 106 de la LMV.
- Resolución de 30 de diciembre de 2009, de la CNMV, por la que se da publicidad a la sanción por infracción grave impuesta a \_\_\_\_\_ conforme a lo establecido en el artículo 103 de la LMV.

### 14.1.3 Criterios de interés

#### Llevanza incorrecta del registro de iniciados

La CNMV acordó en 2009 incoar un expediente sancionador a una sociedad emisora de valores y a sus responsables por la incorrecta llevanza del registro de iniciados correspondiente a una determinada operación corporativa, al no consignarse el motivo y la fecha concreta en que las personas incluidas en la lista de iniciados supieron de la información privilegiada correspondiente.

La LMV, en su artículo 83 bis.1, impone a los emisores de valores, en determinados supuestos, el deber de adoptar medidas de salvaguarda de la información privilegiada y de prevención de su uso, entre las que se cuenta la llevanza de un registro documental (el registro de iniciados) en el que consten los nombres de las personas que tienen acceso a la información (los iniciados). A su vez, el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, de desarrollo de la LMV en materia de abuso de mercado, especifica el contenido exigido a dicho registro, que comprende como mínimo, junto a otros datos, el motivo por el que figuran en la lista de iniciados las personas que se mencionan y las fechas de creación, así como, en su caso, la actualización de la misma.

La exigencia de que la incorporación al registro se haga indicando el motivo y la fecha exacta y completa en que una persona ha conocido la información privilegiada es esencial. Se trata de que el registro sirva para el objetivo que pretende, como medida preventiva de uso de información privilegiada e instrumento de supervisión para la CNMV. Faltando motivo y fecha, ni cabe apreciar si la comunicación de la información se realizó a una persona por causa legítima e imprescindible, ni si, en su caso, operaciones sobre valores afectados por la información privilegiada realizadas por iniciados lo habrían sido antes o después de su conocimiento, con lo que el registro pierde el valor para el que se exige.

## Presentación de ofertas públicas de adquisición con irregularidades esenciales

También en 2009, la CNMV abrió un expediente sancionador por haberse presentado una opa obligatoria sin aportar la documentación acreditativa de la garantía de ésta, lo que, tratándose de una irregularidad esencial, impidió que la oferta se tuviera por presentada.

Entre las medidas destinadas a proteger a los accionistas de las sociedades cotizadas sobre las que se lanza una opa, la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, reguladora de estas operaciones, exige que los oferentes se aseguren de que pueden hacer frente íntegramente a la contraprestación comprometida en la oferta antes de anunciarla. En esta misma línea, el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, establece, entre otras obligaciones del oferente, la de acreditar ante la CNMV la constitución de las garantías que aseguren el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la oferta (artículo 15) en un plazo máximo de siete días hábiles tras la presentación de la solicitud (artículo 20), todo ello para que la CNMV declare, en su caso, la admisión a trámite de la oferta (apartado 5 del artículo 17).

El artículo 60.3 de la LMV dispone que, cuando se trata de opas obligatorias, incumple dicha obligación quien no presente la oferta o lo haga fuera del plazo máximo establecido o con irregularidades esenciales. El artículo 99 r) de la misma norma tipifica como infracción muy grave dicho incumplimiento, en particular cuando la oferta se presente con irregularidades esenciales que impidan a la CNMV tenerla por presentada o autorizarla.

## Demora en la remisión de la información regulada de las sociedades emisoras

Finalmente se comenta, por su interés, un tercer caso, consistente en la imposición de sanciones a una sociedad emisora y a sus administradores por la remisión con demora de su informe financiero anual correspondiente al ejercicio de 2007. Igualmente, se acordó la incoación de expediente sancionador a cuatro sociedades emisoras por la no remisión en plazo de su informe financiero anual de 2008.

El informe financiero anual es la información contable y financiera más importante para las sociedades cotizadas a los efectos de reportar públicamente la evolución de su situación financiero-patrimonial, de sus resultados, de su actividad y de la marcha general de sus asuntos, por lo que su difusión en plazo tiene especial relevancia. El contenido y el plazo son, en este tipo de obligaciones, elementos básicos e integrantes de las mismas y como tal vienen previstos en la norma correspondiente. Los bienes jurídicos protegidos por el ordenamiento sectorial del mercado de valores (transparencia, correcta formación de precios y protección de los inversores) exigen no sólo una información leal, fidedigna, clara, suficiente y actualizada, sino también completa y difundida en tiempo útil, es decir, con el contenido y en el plazo previstos y esperados por el mercado.

Los elementos básicos del régimen jurídico sobre la información periódica de carácter financiero de los emisores se establecen en el artículo 35 de la LMV, mientras que el contenido y alcance de la misma se regula, con mayor detalle, en la normativa de desarrollo. En particular, el Real Decreto 1362/2007 establece un plazo máxi-

mo de cuatro meses para publicar y difundir el informe financiero anual, a contar desde la finalización del ejercicio económico del emisor, y que no podrá exceder de la fecha en la que se publique oficialmente la convocatoria de la junta general de accionistas o del órgano que resulte competente para la aprobación del informe financiero anual (artículo 8.2). De acuerdo con el citado Real Decreto, el informe deberá remitirse a la CNMV simultáneamente a su publicación (artículo 6). El incumplimiento de estas obligaciones constituye una infracción muy grave de las previstas en el artículo 99 m) de la LMV *cuando exista un interés de ocultación o negligencia grave atendiendo a la relevancia de la comunicación no realizada y a la demora en que se hubiese incurrido*.

## 14.2 Servicio contencioso: revisión judicial de resoluciones sancionadoras y otras actuaciones ante los órganos jurisdiccionales

En 2009, se interpusieron ante el Ministerio de Economía y Hacienda dos recursos de alzada y tres recursos de reposición que fueron resueltos en el mismo ejercicio. Además, dicho Ministerio resolvió un recurso de alzada y otro de reposición interpuestos en 2008 (véase cuadro 14.4). En todos los casos se confirmaron las resoluciones recurridas, todas ellas sancionadoras.

En vía judicial, se interpusieron doce recursos contencioso-administrativos, seis de ellos contra resoluciones sancionadoras, tres contra la autorización de suspensión de reembolso de un fondo de inversión, dos contra acuerdos de archivo de denuncia y uno contra otras resoluciones de la CNMV. Asimismo, se han resuelto 15 recursos en vía contencioso-administrativa interpuestos contra actos o resoluciones de la CNMV, siete de ellos sanciones acordadas por la CNMV o, en su caso, el Ministerio de Economía y Hacienda (véanse cuadro 14.5 y anexo IV.3). En cinco de los procedimientos se confirman íntegramente las resoluciones recurridas, en uno se rebaja la sanción y en otro se anula una parte de las sanciones impuestas. No obstante, las dos últimas sentencias han sido recurridas ante el Tribunal Supremo por Abogacía del Estado. Por lo que se refiere a los recursos interpuestos contra resoluciones no sancionadoras, excepto en un supuesto en el que se estima el recurso, las sentencias confirman las resoluciones impugnadas, entre las que destacan dos acuerdos de archivo de denuncia y dos relativas a reclamaciones de responsabilidad patrimonial de la CNMV, una de ellas dictada por el Tribunal Supremo, que declara la no existencia de responsabilidad de la CNMV por su actuación en relación con GESCARTERA.

Asimismo, y dando cumplimiento al principio general imperativo de prestar la colaboración requerida a jueces y tribunales, la CNMV asiste en el ejercicio de sus funciones a jueces y tribunales de toda índole, si bien destaca la cooperación con el orden jurisdiccional penal, fundamentalmente en procesos relativos a posibles delitos de estafa o apropiación indebida y de uso de información privilegiada.

En el marco de esta colaboración, la suma total de solicitudes tramitadas en 2009 ascendió a la cifra de 142, según se recoge en el cuadro 14.5. El mayor número de peticiones, un total de 54, se recibieron de la jurisdicción civil, correspondiendo el resto a otros órdenes jurisdiccionales. Dichas peticiones versaron, fundamentalmente, sobre notificaciones de embargos (cuya competencia corresponde a las sociedades rectoras), sobre identificación de los valores y la titularidad de personas o entidades (cuestión cuyo conocimiento corresponde a las entidades depositarias de dichos valo-

res) y sobre la práctica de pruebas en procedimientos de diversa índole interpuestos ante distintas instancias judiciales, con solicitud de datos o documentación.

<b>Procedimientos en los que ha intervenido la CNMV en 2009</b>			CUADRO 14.4
	Interpuestos	Resueltos	
<b>Recursos administrativos</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	
Alzada	2	3	
Reposición	3	4	
<b>Recursos contencioso-administrativos</b>	<b>12</b>	<b>15</b>	
			<b>Solicitudes tramitadas</b>
Colaboración con tribunales			142

Fuente: CNMV.

### 14.3 Denuncias

Durante el año 2009 se presentaron en la CNMV un total de 15 denuncias, la mayoría de ellas dirigidas contra entidades bancarias o cajas de ahorro, en su actividad de prestación de servicios y actividades relacionadas con el mercado de valores. De forma minoritaria, también se denunció la actuación de otras entidades (emisores, cotizadas o gestoras de instituciones de inversión colectiva).

<b>Denuncias realizadas en 2009</b>		CUADRO 14.5
<b>Entidades contra las que se denuncia</b>		
Bancos y cajas de ahorro		11
Emisores de valores/sociedades cotizadas		2
Sociedades gestoras de IIC		1
Otros		1
<b>Total</b>		<b>15</b>
<b>Contenido de las denuncias</b>		
Obligaciones contables		1
Operaciones de mercado		4
Instituciones de inversión colectiva		4
Normas de conducta		3
Abuso de mercado		3
<b>Total</b>		<b>15</b>
<b>Situación de las denuncias a 31-12-2009</b>		
En trámite		10
Archivadas		5
<b>Total</b>		<b>15</b>

Fuente: CNMV.

Las materias sobre las que trataron estas denuncias incluyeron las siguientes: presunto incumplimiento de normas contables; presunto incumplimiento de obligaciones en el marco de operaciones de mercado, que afectaron a inversores minoristas (falta de información en opas, irregularidades en la exclusión de cotización o en la suscripción de una OPS); aspectos relativos a IIC (irregularidades en la suscripción o el traspaso de fondos de inversión) y denuncias sobre normas de conducta y abuso



de mercado (asesoramiento indebido, falta de entrega de documentación al cliente, inversiones en productos inadecuados según el perfil de riesgo, supuesta utilización de información privilegiada, no comunicación de información relevante).

Por lo que respecta al estado de tramitación, a 31 de diciembre de 2009 y tras la realización, en cada caso, de las oportunas actuaciones por parte de los servicios competentes de la CNMV, se encontraban resueltas cinco de las 15 denuncias presentadas, sin que ninguno de los casos hubiese originado la incoación de expediente sancionador, todo ello con independencia de las actuaciones supervisoras específicamente realizadas como consecuencia de la presentación de las denuncias.

#### 14.4 Unidad de Apoyo Internacional

La Dirección del Servicio Contencioso y del Régimen Sancionador de la CNMV canaliza, a través de la Unidad de Apoyo Internacional, la cooperación con otros supervisores en materia de investigación. Durante 2009, la citada Unidad cursó 23 solicitudes de colaboración a reguladores extranjeros (65 en 2008) y tramitó, a su vez, 27 solicitudes dirigidas a la CNMV (28 en el año 2008). Aproximadamente la mitad de las solicitudes de colaboración recibidas correspondían a asuntos relacionados con la investigación de prácticas de abuso de mercado, mientras que la otra mitad se refería a investigaciones sobre actividades realizadas en el mercado de valores sin la preceptiva habilitación. En cuanto a las solicitudes de colaboración remitidas a homólogos extranjeros, aproximadamente tres cuartas partes correspondían a asuntos relacionados con la investigación de prácticas de abuso de mercado, y el resto a investigaciones sobre entidades no habilitadas.

#### 14.5 Advertencias sobre entidades no autorizadas

A través de su sitio web, la CNMV publica advertencias dirigidas a los inversores sobre entidades no registradas que han sido detectadas por la propia Comisión o por otros supervisores.

En el año 2009 se difundieron las siguientes advertencias (véase anexo IV.4):

- diez advertencias en las que se alerta contra otras tantas entidades, en virtud de lo establecido en el artículo 13 de la LMV, que encomienda a la CNMV velar por la protección de los inversores promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para la consecución de este fin.
- 358 comunicaciones procedentes tanto de países europeos como del resto del mundo que se refieren a entidades no autorizadas y otras 14 incluidas en el apartado “Otras advertencias”, con alertas que se refieren a determinadas conductas o actuaciones irregulares.

En relación con las advertencias publicadas por la propia CNMV, cabe hacer una especial mención a la publicada el 9 de marzo de 2009 sobre System World Investment Corp. (entidad que utiliza como nombre comercial el de DEXTRAPLUS). Dicha entidad está vinculada a Evolution Market Group Inc., con nombre comercial FINANZAS FOREX, entidad que, junto con dos personas físicas, D. Germán Cardona Soler y D. Santiago Fuentes Jover, fue advertida por la CNMV el 7 de abril de 2008. El Informe Anual de la CNMV correspondiente a 2008 se hizo eco de esta última advertencia por el alcance y contenido de la misma.



## 15 Actividades internacionales

### 15.1 Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR)

Además de dar continuidad a sus actividades ordinarias, donde destacan, especialmente, las centradas en el asesoramiento a la Comisión Europea para implementar legislación y las dirigidas a asegurar una aplicación consistente de la regulación comunitaria, CESR dedicó en 2009 una parte sustancial de sus actuaciones a asuntos estrechamente relacionados con el proceso de reforma de la regulación y de la supervisión financiera europeas.

#### 15.1.1 Actividades directamente relacionadas con la reforma de la regulación y de la supervisión financiera europeas

Dentro de estas actuaciones destacan, especialmente, el inicio y la continuación de trabajos relativos al establecimiento de un régimen de desglose de información sobre ventas en corto, la transparencia en mercados distintos a los de renta variable y la revisión de los estándares contables internacionales. Asimismo, CESR remitió regularmente a la Comisión Europea contribuciones relacionadas con el establecimiento de la Autoridad de valores prevista en la nueva arquitectura del sistema de supervisión europeo. Además, anticipándose al establecimiento de la misma, CESR ha acometido recientemente una importante reorganización de su estructura y sistemas de trabajo.

#### Información financiera

CESR, a través de su grupo permanente CESR-Fin, presidido por el Vicepresidente de la CNMV, ha contribuido con sus análisis y observaciones a las propuestas de reforma de las normas internacionales de información financiera elaboradas por el IASB. En particular, cabe destacar sus contribuciones para la reclasificación y valoración de los instrumentos financieros y en el establecimiento de directrices unificadas para reducir la complejidad y mejorar la consistencia en la definición del concepto de valor razonable y en los desgloses de información relacionados con el mismo.

Asimismo, cabe señalar la publicación, en noviembre de 2009, de un análisis efectuado por CESR-Fin sobre el cumplimiento de las estándares de transparencia para productos complejos por parte de las principales entidades financieras europeas admitidas a cotización (véase CESR, 2009b). El estudio, basado en los informes anuales de estas entidades correspondientes a 2008, concluye que no se cumplen todas las recomendaciones efectuadas por los organismos internacionales. Este informe se actualizará en 2010.

## Ventas en corto

A lo largo de 2009, CESR analizó las diversas medidas sobre ventas en corto aplicadas por las distintas jurisdicciones desde el otoño de 2008 y trabajó en el desarrollo de un régimen paneuropeo de desglose de información sobre las posiciones cortas en valores cotizados. A comienzos de 2010, CESR presentó una propuesta de establecimiento de un régimen común de desglose de información sobre posiciones cortas (véase el capítulo 2 para un mayor detalle sobre la propuesta de CESR y otras medidas relacionadas con las ventas en corto).

## Agencias de calificación crediticia

En paralelo con el proceso legislativo que culminó con la aprobación del Reglamento 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las agencias de calificación crediticia, en septiembre de 2009 (véase el apartado 2.3.2 del capítulo 2 de este informe) CESR trabajó en el desarrollo de procedimientos y el estudio de problemas relacionados con el registro y la supervisión de las agencias de calificación crediticia previstos por la citada norma. Además de los procedimientos de registro, el trabajo de CESR se centró en las siguientes áreas: protocolo de mediación; proceso para la certificación y evaluación de las agencias de calificación de importancia sistémica; análisis del uso en la Unión Europea de *ratings* realizados en terceros países y estudio sobre la implantación de una estructura para el almacenamiento de datos relativos a los *ratings* realizados por las agencias (*central repository*).

Además, tal y como ha venido haciendo en los últimos años, CESR evaluó el grado de cumplimiento, por parte de las agencias de calificación localizadas en Europa, del Código de Conducta elaborado por IOSCO, revisado por esta organización en mayo de 2008. De acuerdo con el informe, las principales agencias (S&P, Moody's, Fitch, DBRS y AM Best) cumplen ampliamente con el Código y han actualizado sus propios códigos de conducta para incorporar la mayor parte de las novedades introducidas por IOSCO en la revisión mencionada, en particular las referidas a la calificación de productos financieros estructurados. No obstante, el informe también señala que una gran parte de estas agencias no había adaptado adecuadamente su actuación en relación con dos estipulaciones del código revisado de IOSCO en materia de productos financieros estructurados: la prohibición de que los analistas de las agencias hagan propuestas o recomendaciones respecto al diseño de los productos calificados por las mismas y la necesidad de informar, en el anuncio de la calificación, sobre si se hace pública o no toda la información relevante sobre el producto. En cuanto a otras agencias de calificación crediticia de menor tamaño, también localizadas en la Unión Europea, el informe de CESR señala que un tercio de las mismas todavía no había adoptado códigos de conducta internos y que la mayoría de los que ya los tenían implantados no los habían actualizado de acuerdo con la revisión de IOSCO, a la espera de que se adopte una regulación europea en esta materia.

## Transparencia en los mercados de bonos corporativos, productos estructurados y derivados de crédito

CESR continuó en 2009 el ejercicio de revisión de los estándares de transparencia en este tipo de productos, iniciado en 2008. En julio de 2009 se hizo público un informe cuya principal recomendación es la adopción de un régimen obligatorio de transparencia sobre las transacciones realizadas en los mercados europeos de bonos corpora-

tivos, productos estructurados y derivados de crédito (véase CESR, 2009a). En el caso de los bonos corporativos, dicho régimen debe comprender todas las emisiones sobre las que haya un folleto publicado, así como todos los bonos corporativos admitidos a negociación en un mercado regulado o en un sistema de negociación multilateral.

En cuanto a los productos estructurados y derivados de crédito, se recomienda que cualquier régimen de transparencia que se adopte sea complementario de las iniciativas ya existentes, procedentes, en su mayoría, de la industria. Su aplicación debería centrarse, inicialmente, en los productos más estandarizados. Además, los derivados de crédito con un nivel suficiente de estandarización deberían ser liquidados y compensados en una entidad de contrapartida central.

### Nueva arquitectura de supervisión

El Informe Larosière, presentado en febrero de 2009, contempla el establecimiento de un organismo de vigilancia macroprudencial (el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico) y la transformación de los tres comités de supervisores sectoriales europeos actuales en autoridades supervisoras, con competencias directas en algunas materias (véase Grupo de Larosière, 2009). En particular, el Informe propone la transformación de CESR en la Autoridad Europea de los Mercados de Valores (European Securities Markets Authority–ESMA). En mayo de 2009, la Comisión Europea dio a conocer sus planes sobre la implantación de las recomendaciones y en septiembre de ese año presentó una propuesta legislativa que ya ha sido tramitada por el Consejo Europeo y se halla, actualmente, en fase de discusión en el Parlamento Europeo. Paralelamente a este proceso, se están discutiendo tanto en el Consejo como en el Parlamento Europeo las denominadas *directivas Ómnibus*, que compilarán las normas de la vigente regulación financiera europea y sobre las que las nuevas autoridades podrán dictar normas técnicas vinculantes.

Teniendo en cuenta la crucial importancia de este proceso, a lo largo de 2009 CESR remitió regularmente a la Comisión Europea contribuciones relativas al establecimiento de la nueva autoridad de valores y a las normas sobre las que fijar estándares técnicos vinculantes. Para ello, CESR ha establecido un grupo de trabajo ad hoc, denominado *Post-Ecofin Task Force*.

Además, adelantándose al establecimiento de la nueva autoridad, CESR trabajó durante el ejercicio pasado en el diseño de una nueva estructura de funcionamiento interno, que fue aprobada en enero de 2010. La nueva estructura se basa en grupos de trabajo permanentes (*standing committees*, SC) que sustituyen a los anteriores grupos operacionales. El objeto último es anticipar las nuevas tareas que, previsiblemente, asumirá la futura ESMA, asegurando, de este modo, un proceso de transición ordenado. Los nuevos SC abordarán materias relativas a información financiera y corporativa, supervisión e inspección de mercados, intermediarios, mercados secundarios y agencias de calificación crediticia. Para el desarrollo de sus trabajos contarán con el apoyo de la secretaría de CESR.

#### 15.1.2 Otras tareas

##### Información financiera (CESR Fin)

Entre las tareas ordinarias llevadas a cabo durante 2009 por este grupo de trabajo destaca la presentación de comentarios a las propuestas del IASB sobre la modifi-

cación de la IFRIC 9 y la NIIF 39, relativas a instrumentos financieros con derivados anejos, y sobre las modificaciones propuestas por su análogo norteamericano, el Financial Accounting Standard Board (FASB), sobre inversiones en activos financieros dañados de deuda y renta variable. Cabe señalar, asimismo, los comentarios presentados con ocasión de la consulta sobre la adopción de las normas internacionales de auditoría y la publicación de decisiones adoptadas por los supervisores europeos en relación con la información financiera elaborada, de acuerdo con las NIIF, por los emisores con valores admitidos en mercados de la Unión Europea.

### **Integridad del mercado (CESR Pol)**

A través de CESR Pol, CESR continuó coordinando las actividades de supervisión, inspección y sanción entre las autoridades competentes de los países miembros de la Unión Europea. Entre los trabajos realizados cabe destacar, en primer lugar, la elaboración de un tercer paquete de directrices de nivel 3 en el ámbito de la ampliación de la Directiva de Abuso de Mercado (listas de iniciados, informes de operaciones sospechosas y programas de estabilización y recompra de acciones) y, en segundo lugar, la presentación de comentarios sobre la propuesta de la Comisión Europea de revisión de dicha Directiva.

### **Revisión de la aplicación de la normativa comunitaria y de estándares y guías de CESR (Review Panel)**

A través del *Review Panel*, CESR continuó desarrollando ejercicios de autoevaluación sobre la implantación de la regulación financiera europea. En particular, cabe destacar que se completaron sendos ejercicios de comprobación de las facultades de supervisión y los correspondientes regímenes sancionadores administrativos y penales de los Estados Miembros, basados en la MiFID y en la Directiva de Transparencia. Paralelamente, se realizaron ejercicios de autoevaluación de los estándares 1 y 2 de CESR sobre información financiera y se inició una revisión sobre el ejercicio de las capacidades discrecionales incluidas en la MiFID y en la Directiva de Abuso de Mercado, que se publicarán ya en 2010. El objetivo de ambos estudios es promover la eliminación del mayor número de capacidades discrecionales posible con el fin de alcanzar una aplicación homogénea de esas directivas.

### **MiFID**

Las actividades de CESR en relación con la MiFID se centraron, sobre todo, en medidas de nivel 3. Así, en el ámbito de los intermediarios conviene destacar la elaboración de criterios para una adecuada identificación de los productos financieros complejos, ya que éstos, cuando son clasificados como tales, están sujetos a mayores requisitos que los productos no complejos en el proceso de comercialización. También se revisaron los protocolos para la supervisión de sucursales y de notificación del pasaporte comunitario, de acuerdo con las provisiones contenidas en la MiFID. Asimismo, se iniciaron consultas con la industria para alcanzar una mayor concreción sobre el alcance del servicio de asesoramiento.

En el ámbito de los mercados, además del análisis ya mencionado respecto a la transparencia en los mercados de productos distintos a la renta variable, destaca la

elaboración de un procedimiento común para la evaluación, por parte de CESR, de las excepciones (*waivers*) a los requisitos de pretransparencia aplicables a mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación. Cabe señalar, además, que CESR acordó ampliar la capacidad del mecanismo actualmente utilizado para el intercambio de información sobre transacciones entre reguladores, denominado Transaction Reporting European Mechanism (TREM), con el objeto de incluir información relativa a instrumentos derivados negociados *over the counter*.

### Instituciones de inversión colectiva (UCITS)

La actuación de CESR en el ámbito de la inversión colectiva estuvo centrada en el asesoramiento a la Comisión Europea en la elaboración de posibles medidas destinadas a la revisión de la Directiva de UCITS, también conocida como UCITS IV. En este sentido, cabe destacar la elaboración de trabajos relativos al pasaporte de las sociedades gestoras, al contenido de la información que se facilita al inversor a través del denominado “documento clave del inversor” (*Key Investor Document*), fusiones de UCITS, estructuras de fondos principal-subordinado (*master-feeder*) y notificación transfronteriza de UCITS.

### Postnegociación

CESR continuó con los trabajos, iniciados en 2008, de adaptación al entorno regulatorio europeo de las recomendaciones del Comité de Sistemas de Pagos y de Liquidación de Basilea (CPSS, por sus siglas en inglés) y de IOSCO, sobre sistemas de compensación y liquidación y cámaras de contrapartida central. Destaca, en este sentido, la actualización de las recomendaciones sobre cámaras de contrapartida central para la inclusión de referencias a los derivados OTC. Cabe destacar, además, que, en línea con la intención de la Comisión Europea de proponer regulación sobre el uso de cámaras de contrapartida central en la liquidación de derivados de crédito y otros instrumentos financieros complejos, CESR inició una línea de trabajo sobre sistemas de almacenamiento (*trade repositories*) para datos de negociación de estos instrumentos. Finalmente, se concluyó el ejercicio de *zapping*, realizado a requerimiento de la Comisión Europea, sobre los acuerdos existentes de acceso e interoperabilidad en las infraestructuras de postnegociación (sobre este asunto y otras iniciativas europeas en el ámbito de los servicios de postnegociación, véase el capítulo 5 de este Informe).

## 15.2 Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)

La CNMV es, desde 1990, miembro ordinario de IOSCO y participa activamente en los comités Ejecutivo, Técnico y Regional Europeo de esta organización, cuyos principales objetivos son la fijación de estándares en la regulación de los mercados de valores y la cooperación internacional entre supervisores. Su Secretaría General se ubica en Madrid.

Como en el caso de CESR, además de desarrollar sus tareas ordinarias, una parte significativa del trabajo desarrollado por IOSCO en 2009 estuvo marcada por las prioridades de reforma de la regulación financiera preconizadas por el G-20 en respuesta a la crisis financiera, coordinadas, en gran medida, por el Financial Stability Board. Cabe destacar, asimismo, que IOSCO empezó a discutir durante el pasado

año el plan estratégico de la organización para los próximos cinco años. Dicho plan tendrá en cuenta la exigencia de una mayor coordinación entre los organismos internacionales relevantes en la regulación y en el seguimiento de los mercados financieros, implícita en el proceso de reforma auspiciado por el G-20.

### 15.2.1 Actividades directamente relacionadas con el desarrollo de la reforma financiera global

A finales de 2008, IOSCO constituyó en su seno diversos grupos de trabajo para dar respuesta, en el ámbito de los mercados de valores, a las líneas maestras de la reforma financiera internacional diseñadas por el G-20. Dentro de las actividades de estos grupos en 2009, cabe destacar las siguientes: (i) establecimiento de principios de regulación aplicables a los *hedge funds*; (ii) recomendaciones en materia de instrumentos de titulización y CDS; (iii) establecimiento de principios generales para la regulación de las ventas en corto; (iv) conjuntamente con el Comité de Pagos y Sistemas de Liquidación, inicio de una revisión de las recomendaciones para la utilización de las entidades de contrapartida central en mercados de derivados OTC; (v) inicio de los trabajos para el establecimiento de nuevos principios en materia de cooperación para la supervisión e intercambio de información en el ámbito de la prevención del riesgo sistémico y, finalmente, (vi) constitución de un nuevo grupo permanente sobre agencias de *rating* con la finalidad de facilitar la implantación de estándares basados en el código anteriormente aprobado por IOSCO. En el capítulo 2 de este Informe se ofrece una descripción más detallada de algunas de estas iniciativas.

Cabe mencionar, asimismo, otras tareas relacionadas con la reforma financiera global que se han desarrollado en el seno de los grupos de trabajo preexistentes en la organización y de las que se da cuenta a continuación:

- Actuaciones en materia de transparencia del emisor y procedimientos de diligencia debida respecto a los inversores: (i) elaboración de principios sobre difusión de información pública periódica de sociedades cotizadas; (ii) requerimientos de difusión de información en ofertas públicas de productos titulizados; (iii) análisis de la viabilidad de un sistema de información periódica en función de los distintos productos financieros estructurados y (iv) estándares de buenas prácticas en los procedimientos de diligencia debida de los gestores de inversiones cuando invierten en productos financieros estructurados.
- Actuaciones en materia de gestión de riesgo y supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión en valores: análisis y revisión de la gestión del riesgo de liquidez y de los sistemas de control interno y estudio de la viabilidad de la aplicación a estas firmas del modelo bancario de inversiones.
- Actuaciones en materia de valoración y cuestiones contables: remisión de comentarios al IASB para la mejora de los estándares sobre valor razonable y contabilización de partidas fuera de balance (NIIF 39).
- Actuaciones en materia de mercados de *commodities*: recomendaciones de mejora de la transparencia, especialmente mediante el acceso a la información de operaciones OTC, y fortalecimiento de la supervisión.



## 15.2.2 Otras actuaciones

### Contabilidad, auditoría y difusión de información

En el ámbito de la auditoría, conviene destacar la declaración pública realizada por el Comité Técnico de IOSCO, a mediados de 2009, en la que manifestaba su apoyo a la labor del International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB) en el desarrollo de las Normas Internacionales de Auditoría (*International Standards on Auditing*, ISA). En esa declaración se recomendaba a los miembros de IOSCO la aceptación, en las ofertas de valores transfronterizas, de los estados financieros auditados de acuerdo a las ISA. Estas normas han sido objeto de una profunda reforma que ha mejorado notablemente su contenido y estructura y que establece de forma mucho más clara qué procedimientos son requisitos obligatorios y cuáles son guías que el auditor debe considerar en cada circunstancia concreta.

En materia contable, IOSCO continuó desarrollando dos proyectos ambiciosos, iniciados en 2008: el establecimiento de principios de carácter general, aplicables a la información financiera periódica de las empresas cotizadas suministrada a escala internacional, y de principios sobre el contenido mínimo del folleto informativo elaborado en las titulaciones de activos. Ya a comienzos de 2010, el Comité Técnico aprobó en ambos casos los correspondientes informes finales (véanse IOSCO 2010a y 2010b, respectivamente).

### Mercados secundarios

Como se describe en el apartado 2.3.1 de este informe, durante 2009 el grupo de mercados secundarios de IOSCO examinó la viabilidad de un sistema de postransparencia para productos estructurados. Se espera la publicación del informe final en 2010. Asimismo, a mediados de año se publicó el informe final sobre externalización de servicios por los mercados, en el que se establecen diversos principios y recomendaciones. Finalmente, conviene destacar que este grupo de trabajo está finalizando dos documentos que se aprobarán en 2010: uno sobre acceso electrónico al mercado y otro sobre *dark pools* (sistemas de negociación sin postransparencia).

### Intermediarios

En este ámbito no se ha publicado ningún documento final en 2009. No obstante, entre los trabajos en elaboración durante el ejercicio cabe mencionar los siguientes: (i) elaboración de un documento sobre información obligatoria a los inversores en los puntos de venta acerca de la comercialización de IIC y otros productos similares; (ii) análisis de los criterios de idoneidad en la distribución de productos financieros complejos y (iii) análisis de la gestión del riesgo de liquidez durante el periodo de crisis y sobre las medidas previstas en las distintas jurisdicciones de protección de los activos de clientes.

### Instituciones de inversión colectiva

Este grupo de trabajo elaboró, durante el pasado año, los principios sobre regulación de *hedge funds* mencionados anteriormente en este capítulo y comentados con mayor detalle en el apartado 2.3.4 de capítulo 2, así como un modelo con

distintas categorías de información que se utilizará en la captura de datos sobre estas instituciones para la evaluación del riesgo sistémico a partir de 2010. Asimismo, IOSCO trabajó durante el pasado año en la elaboración de un informe sobre mitigación de conflictos de interés en el ámbito de la gestión de las entidades de *private equity*. El documento definitivo se publicará, previsiblemente, a lo largo de 2010.

### Cooperación e intercambio de información: Acuerdo Multilateral de IOSCO

El 1 de enero de 2010 finalizó el plazo acordado por IOSCO en su plan estratégico 2005-2010 para la adhesión de sus miembros al Acuerdo Multilateral sobre Consulta, Cooperación e Intercambio de Información (*Multilateral Memorandum of Understanding*, MMOU). A esa fecha, había 64 jurisdicciones signatarias del MMOU y otras 46 que habían manifestado su compromiso de realizar los esfuerzos necesarios para lograr un cambio legislativo en su jurisdicción que haga posible el cumplimiento del MMOU.

Un hecho muy significativo, acaecido en 2009, en relación al Acuerdo Multilateral de IOSCO, fue su reconocimiento por el FSB, al establecer que el cumplimiento de los requisitos del MMOU de IOSCO supone el equivalente al total cumplimiento de los estándares internacionales sobre cooperación e intercambio de información. También resulta significativa para la cooperación internacional la iniciativa adoptada por el G-20 y el FSB de revisar la situación de algunas de las jurisdicciones no cooperantes en esta materia, que está siendo desarrollada, de forma coordinada, por IOSCO, el Comité Bancario de Supervisión de Basilea (BCBS) y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS), junto con el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial.

### Plan estratégico de IOSCO 2010-2015

Se ha constituido un grupo de trabajo para el diseño de dicho plan, que se completará en dos fases. En la primera, ya en curso, se someterán a consulta interna diversas propuestas, incluyendo las siguientes: (i) actualización de los objetivos de la organización, tomando en consideración, especialmente, la experiencia de la crisis financiera; (ii) establecimiento de un nuevo periodo para que todos los miembros adapten su legislación nacional, de forma que puedan cumplir con los estándares internacionales en materia de cooperación e intercambio de información contemplados en el Acuerdo Multilateral de IOSCO; (iii) establecimiento de un servicio de analistas económicos que centrará su trabajo en la evaluación del riesgo en los mercados de valores y en la gestión de proyectos y (iv), establecimiento de programas de evaluación para el cumplimiento de los principios de IOSCO. En una segunda fase, se establecerán propuestas sobre las alternativas de financiación de la organización y sobre cambios en la estructura de sus comités.

### 15.3 Foros internacionales intersectoriales

A lo largo de 2009, la CNMV mantuvo una activa participación en los foros intersectoriales de supervisores financieros, en los que también participan el Banco de España y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

## Joint Forum

La crisis financiera global también determinó, en gran medida, las actividades del Joint Forum (JF), en el que confluyen los supervisores de banca, de valores y de seguros. Cabe señalar que los tradicionales mandatos recibidos por las asociaciones internacionales de reguladores (BCBS, IOSCO e IAIS) han sido progresivamente sustituidos por mandatos directos del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) e, incluso, del G-20.

Entre las actuaciones más relevantes del JF en 2009 cabe señalar las siguientes: (i) análisis de la fiabilidad e impacto de los *ratings* emitidos por las agencias de calificación crediticia, en relación a su utilización en la regulación o en las políticas de supervisión; (ii) documento informativo sobre entidades de propósito especial (SPE), en el que se describe la variedad de sus estructuras, las motivaciones para su creación y la transferencia de riesgo efectiva que llevan asociada, y se formulan recomendaciones para su consideración por los reguladores y los participantes en los mercados (véase Joint Forum, 2009) y (iii) informe sobre la diferente naturaleza y alcance de la regulación financiera, en el que se examinan las diferencias en materia de regulación entre los tres sectores que pueden dar lugar a arbitraje regulatorio, se identifican áreas no reguladas y se establecen recomendaciones sobre todo ello (véase Joint Forum, 2010).

## Comité de Coordinación CEBS-CEIOPS-CESR (3L3)

Dentro del ámbito europeo, entre las actividades conjuntas de los tres comités de nivel 3 en las áreas de valores (CESR), banca (CEBS) y seguros y fondos de pensiones (CEIOPS), cabe señalar las siguientes: (i) comentarios y contribuciones conjuntos remitidos a la Comisión Europea en relación con la reforma de la regulación y la nueva arquitectura del sistema de supervisión; (ii) organización de cursos y seminarios de formación dirigidos a empleados de los miembros de los tres comités; (iii) revisión del proceso de implantación de las provisiones contenidas en la tercera Directiva contra el Blanqueo de Capitales; (iv) recopilación de información intersectorial sobre diferencias en requisitos de organización y gobierno interno y elaboración de directrices para promover la convergencia supervisora en los tres sectores y (v) inicio de sendos trabajos en común dirigidos a la evaluación de los riesgos intersectoriales y las condiciones de comercialización de productos financieros empaquetados, que continuarán en 2010.

## 15.4 Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores (IIMV)

El IIMV es una institución con personalidad jurídica propia y plena independencia funcional. La CNMV colabora estrechamente con el IIMV en la tarea de impulsar los mercados de valores en Iberoamérica, para lo cual desarrollan conjuntamente programas de formación y cooperación. Durante el año 2009, el IIMV realizó 13 actividades de formación y cooperación, que incluían cursos sobre delimitación, alcance y responsabilidades de la función de los custodios (depositarios de valores), calificación de riesgos y valoración de activos en los mercados iberoamericanos e inspección y vigilancia de mercados y entidades. Además, como en años anteriores, el IIMV continuó ofreciendo cursos *on line*. En concreto, ofreció el Segundo curso sobre las normas internacionales de información financiera (NIIF) y el Tercer curso sobre datos interactivos XBRL para información financiera. Por último, cabe destacar, como novedad, la reunión constitutiva de la Red Iberoamericana de Cooperación de Expertos Contables sobre NIIF.

## 15.5 Otros foros y actividades

### 15.5.1 Mercado Ibérico de la Electricidad (MIBEL)

En el primer semestre de 2009, la CNMV asumió la presidencia rotatoria del Consejo de Reguladores de MIBEL, compuesto por los reguladores energéticos y de valores de España y Portugal. Dicho consejo, que analiza y aprueba los contratos de derivados negociados en el OMIP (Operador do Mercado Ibérico de Energia, mercado organizado con sede en Portugal), estudió el lanzamiento de nuevos contratos financieros con subyacente eléctrico, ligados por un lado a la introducción de la tarifa de último recurso en España y, por otro, a la gestión de la interconexión entre España y Portugal mediante contratos financieros por diferencias.

### 15.5.2 Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

La CNMV, como en ejercicios precedentes, ha venido colaborando con la Dirección General del Tesoro y Política Financiera en los comités y grupos de trabajo de la OCDE encargados de la revisión, desarrollo e implantación de los principios sobre gobierno corporativo. En particular, la CNMV colaboró de manera activa en la evaluación del cumplimiento de los principios de gobierno corporativo de la OCDE por parte de Israel y Chile, países que se encuentran actualmente en proceso de incorporación a la OCDE en calidad de nuevos miembros.

### 15.5.3 Asociación de Reguladores de Valores del Mediterráneo

En marzo de 2009, los reguladores y supervisores de valores de los países que participan en el Proceso de Barcelona acordaron, en París, la constitución de la Asociación de Reguladores del Mediterráneo (Mediterranean Partnership of Securities Regulators). En su inicio, esta asociación contó con los supervisores y reguladores de valores de Argelia, Egipto, España, Francia, Italia, Marruecos, Portugal y Túnez. En septiembre de 2009 se incorporó el supervisor de Grecia. El objetivo principal de esta asociación es la convergencia de la regulación de los países miembros con la normativa europea (directivas, estándares y guías de CESR), así como la implantación de los principios de IOSCO en materia de información financiera, abuso de mercado e instituciones de inversión colectiva.

## V CNMV: aspectos organizativos, económicos e institucionales



## 16 Organización

### 16.1 Recursos humanos y organización

A finales de 2009, la CNMV contaba con una plantilla de 406 empleados, lo cual supone un aumento de 37 personas (10%) respecto al año 2008. Este crecimiento neto de la plantilla fue el resultado de la incorporación de 45 empleados y de la salida de ocho.

#### Plantilla de la CNMV: composición por categorías profesionales

CUADRO 16.1

Número de empleados a 31 de diciembre de 2009

	2008			2009		
	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres
Servicios	9	8	1	9	8	1
Administrativos/oper. informáticos	66	14	52	71	16	55
Técnicos	274	131	143	303	145	158
Dirección	20	13	7	23	16	7
<b>Total</b>	<b>369</b>	<b>166</b>	<b>203</b>	<b>406</b>	<b>185</b>	<b>221</b>

Fuente: CNMV.

#### Distribución del personal entre las direcciones generales y departamentos de la CNMV

CUADRO 16.2

Número de empleados a 31 de diciembre de 2009

	2008			2009		
	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres
Direcciones Generales:	234	100	134	263	116	147
Entidades	103	42	61	127	52	75
Mercados	98	45	53	103	50	53
Servicio Jurídico	33	13	20	33	14	19
Departamentos	119	63	56	126	67	59
Consejo	16	3	13	17	3	14
<b>Total</b>	<b>369</b>	<b>166</b>	<b>203</b>	<b>406</b>	<b>186</b>	<b>220</b>

Fuente: CNMV.

En el segundo trimestre del año 2010 finalizará el proceso para cubrir las diez nuevas plazas del Programa de Desarrollo de Titulados correspondientes a 2009. La finalidad del Programa, cuya duración es de dos años, es proporcionar a los participantes seleccionados una visión global sobre el funcionamiento de la CNMV. Por otra parte, está previsto que los procesos de selección para cubrir las

once plazas correspondientes a la Oferta de Empleo Público de 2009 finalicen a lo largo del cuarto trimestre del año 2010. Considerando la cobertura de las 21 plazas mencionadas, el crecimiento estimado del año 2009 hubiera sido de un 15,7%.

También en el ámbito de la política de recursos humanos cabe destacar las iniciativas desarrolladas a lo largo de 2009 que se detallan a continuación:

- Se puso en marcha el Programa de Movilidad Interna, cuyos objetivos son facilitar y promover la movilidad horizontal de los empleados a través de la CNMV, facilitar su desarrollo profesional e incrementar su motivación. La CNMV determina anualmente las plazas por departamento que forman parte del Programa y las ofrece a todos los empleados que cumplan determinados requisitos en términos de nivel profesional, idiomas y antigüedad en el Departamento. Anualmente se realizará una evaluación de la eficacia del Programa.
- Se desarrollaron e implantaron las acciones de formación que fueron identificadas como prioritarias en el análisis de necesidades formativas realizado en el año 2008. Los cursos fueron elaborados e impartidos tanto por personal de la CNMV como en colaboración con centros especializados de formación. Se lanzó una nueva edición del programa de formación en inglés y adicionalmente se puso en marcha un programa de inglés en el extranjero para el verano.
- Una vez finalizado el proceso de selección de la primera edición del Programa de Desarrollo de Titulados, con la incorporación de diez titulados en el mes de junio, se puso en marcha un plan de acogida para los seleccionados, con carácter previo a su primera asignación a un departamento. Los titulados seleccionados participaron en unas jornadas denominadas “Conociendo la CNMV”, con el fin de ayudarles a entender la organización y funcionamiento de la institución, así como las relaciones existentes entre los diferentes departamentos.
- El proceso de negociación con el Comité de Empresa del primer Convenio Colectivo para el personal laboral de la CNMV continuó avanzando de manera significativa durante 2009.
- Se elaboró el Procedimiento Interno de Selección y Contratación de Personal, en el que se regulan los procedimientos de selección a seguir según el colectivo al que vayan dirigidas las convocatorias, de acuerdo siempre con sistemas basados en los principios de igualdad, mérito y capacidad. Está previsto que dicho procedimiento sea aprobado en el primer semestre de 2010.
- En materia de prevención de riesgos laborales, se constituyó el equipo de actuación en casos de emergencia para el centro de la calle Miguel Ángel 11 y se planificó para enero de 2010 la formación necesaria para el ejercicio de las funciones que cada miembro del equipo tiene que desarrollar.

En cuanto al organigrama de la CNMV, en enero de 2009 se produjo la escisión del Departamento de Supervisión, perteneciente a la Dirección General de Entidades, en dos departamentos especializados de acuerdo con el tipo de entidad a supervisar: el Departamento de Supervisión de Empresas de Servicios de Inversión y de Entidades de Crédito y Ahorro y el Departamento de Supervisión de Instituciones de



Inversión Colectiva y Entidades de Capital Riesgo. La medida tenía un triple objetivo: adecuar la estructura de la supervisión de entidades de la CNMV a la tipología de las entidades supervisadas, prevenir de forma más eficaz los riesgos de su actividad y acomodar los medios disponibles para la supervisión al creciente número de entidades.

## 16.2 Sistemas de información

En materia de sistemas de información, la CNMV ha seguido tres líneas de actuación durante 2009:

- Ultimar las dotaciones de infraestructura física y lógica para el cumplimiento de lo previsto en el Plan de Contingencias en relación con el centro IT principal y el centro IT de respaldo.
- Desarrollar nuevas aplicaciones para dar cumplimiento a las nuevas normas que han entrado en vigor durante el año y renovar las que habían quedado obsoletas tecnológicamente.
- Trasladar el Registro electrónico a la nueva Sede electrónica, tal como contempla la Ley 11/2007, de acceso electrónico de los ciudadanos a los servicios públicos.

Entre las nuevas aplicaciones cabe destacar la de recepción, registro y difusión de hechos relevantes, estados financieros reservados de entidades de capital-riesgo, participaciones significativas de IIC, estados financieros reservados de gestoras de IIC, estados financieros de ESI y estados financieros de sociedades rectoras de los mercados.

Además se han implantado dos nuevas taxonomías de XBRL para la recepción y difusión de la información pública periódica de las IIC y los fondos de titulización de activos.

Con el objetivo de potenciar la administración electrónica, con la implantación de la nueva sede electrónica se han incorporado seis nuevos trámites al servicio CIFRA-DOC/CNMV. Durante 2009 las entradas electrónicas (97.874) han superado por primera vez a las entradas en papel (64.704) en el registro de entradas y salidas de la CNMV. En el conjunto de todas las entradas y las salidas, la actividad electrónica ha supuesto el 67% del total.

Por otra parte, se ha dotado a los departamentos de nuevos procesos informatizados para la mejor recepción y explotación de la información enviada diariamente por los intermediarios sobre las transacciones en instrumentos financieros.

En cuanto al sitio web de la CNMV, se ha renovado completamente el Portal del Inversor y se ha avanzado en la adaptación de los diferentes apartados a las normas de accesibilidad y utilización (véase el capítulo 13).

Finalmente, cabe señalar que ha continuado la implantación del nuevo sistema de gestión integral de documentos en soporte imagen en la Dirección de Autorización y Registro de Entidades.

### Plan de Actividades de la CNMV 2010: revisión y actualización RECUADRO 16.1

El pasado mes de enero, la CNMV presentó el Plan de Actividades para 2010, continuando así la línea de transparencia y compromiso público sobre sus actividades iniciada en octubre de 2007. El nuevo plan da cuenta del cumplimiento de los objetivos del anterior y detalla los objetivos establecidos hasta el primer trimestre de 2011. Como novedad, el Plan fue presentado al Comité Consultivo de la CNMV con carácter previo a su publicación.

Las actividades de la CNMV se han visto condicionadas, durante el pasado año, por la evolución de la crisis financiera internacional. Así, la CNMV ha tenido que dedicar recursos no previstos a garantizar una adecuada valoración de los activos financieros, especialmente en los momentos de mayor inestabilidad y pérdida de confianza, lo que ha requerido una estrecha colaboración con gestoras, expertos en valoración y emisores. Asimismo, ha dado prioridad a la necesidad de asegurar un adecuado funcionamiento de los mercados de valores, con especial atención a la operativa en corto, y a mejorar su transparencia. Por último, cabe señalar la mayor presencia de la CNMV en los foros internacionales de debate de las iniciativas en materia de regulación derivadas de la crisis, así como el asesoramiento al Gobierno en los asuntos relacionados con la misma.

A pesar de este contexto tan difícil, la CNMV ha cumplido con la gran mayoría de sus compromisos. En concreto, se alcanzó el 85% de los objetivos del Plan de Actividades 2009 cuya finalización estaba prevista antes del 31 de diciembre (el Plan 2009 abarcaba este ejercicio y el primer trimestre de 2010). El 60% de los objetivos cubiertos se alcanzó en el plazo establecido y el resto con algún retraso, aunque dentro del período cubierto por el Plan. Si se tienen en cuenta los objetivos que no dependían únicamente de la CNMV, cabe afirmar que tan sólo el 4% del total no han podido realizarse en los términos contemplados inicialmente.

Como en años anteriores, el Plan de Actividades 2010 se fundamenta en el cumplimiento de las funciones asignadas por la LMV, anticipando, en la medida de lo posible, los elementos de la evolución de los mercados y del entorno regulador que afectarán a la actividad de la institución en el próximo año. Así, en el ámbito de la regulación, se prevé que durante 2010 se lleven a cabo importantes reformas acordadas como respuesta a la crisis financiera que afectan a los mercados de valores, incluyendo el incremento del control sobre las entidades sistémicas, la reducción de incentivos de conductas generadoras de riesgo sistémico, el aumento de la transparencia en los mercados financieros y la ampliación del perímetro de regulación de la actividad financiera, como es el caso, por ejemplo, de la regulación europea de las agencias de calificación crediticia y de los fondos de inversión alternativa. Además, se prevén cambios en el diseño de la supervisión tanto a nivel mundial, en forma de avances en organismos como el Financial Stability Board, el FMI o IOSCO, como a nivel europeo, a través de la concreción de las propuestas del Informe Larosière, con la creación del Consejo Europeo de Riesgo Sistémico y de las tres autoridades supervisoras sectoriales.

En este contexto, el Plan de Actividades de la CNMV incluye para 2010 diversas medidas. Así, en primer lugar, se culminarán los desarrollos normativos pendientes en el ámbito de las empresas de servicios de inversión, las IIC y las empresas de capital-riesgo, al tiempo que se mantendrá un papel activo en la promoción de la reflexión normativa en el área de los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores, el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas o la operativa de autocartera. En segundo lugar, se enfatiza, como uno de los principales objetivos, la mejora de la transparencia, a través del rigor en la supervisión de la información financiera de las entidades cotizadas, una atención especial a la calidad de la información destinada a los inversores minoristas y la elaboración de criterios y recomendaciones públicas que ayuden a fomentar comportamientos adecuados. En tercer lugar, se reforzará la supervisión respecto a la calidad de la prestación de los servicios de inversión y en la detección de prácticas abusivas de mercado. En cuarto lugar, se prevé un fuerte impulso al Plan de Educación Financiera, destinado a mejorar la formación de los inversores. Finalmente, el Plan 2010 concreta un conjunto de objetivos destinados a mejorar la flexibilidad y la eficacia del funcionamiento de la CNMV, con la finalidad de facilitar la comunicación con los inversores y las entidades supervisadas.

CNMV: aspectos  
organizativos, económicos  
e institucionales  
Organización



### 17.1 Ingresos y gastos

La CNMV obtuvo en 2009 unos ingresos de 53,6 millones de euros e incurrió en unos gastos de 43,2 millones, con lo que el excedente del ejercicio fue de 10,4 millones de euros.

La mayor parte de los ingresos procedió del cobro de tasas, que ascendió a 51,1 millones euros, un 8,2% menos que en el ejercicio 2008.

El resto de la recaudación procedió principalmente de ingresos financieros y, en menor medida, de la facturación por la venta de publicaciones y de otros ingresos (difusores profesionales de información, recuperación de gastos de anuncios de contratación administrativa, etc.).

Los gastos totales se incrementaron un 2,5% respecto al año anterior. Los correspondientes a personal, que representaron un 60,4% del total de gastos, crecieron un 9,6%, con un aumento de la plantilla media del 8,3%.

El resto de las partidas de gasto disminuyeron un 6,8%. Este descenso se centró en “otros gastos de gestión”, cuya reducción interanual fue del 8% como consecuencia de la disminución de las adquisiciones de material no capitalizable respecto del ejercicio 2008, cuando se procedió al arrendamiento de nuevos locales de oficinas y a su acondicionamiento para la ubicación de parte del personal de la CNMV. En el ejercicio 2009 ha continuado el arrendamiento de dichos locales, pero no ha sido necesario realizar nuevas instalaciones. Asimismo, se ha producido un ligero descenso en los gastos derivados de la contratación de personal externo y de la organización de reuniones y conferencias, manteniéndose el resto de gastos en niveles similares a los del ejercicio anterior.

El Consejo de la CNMV acordó, con fecha 9 de diciembre de 2009, elevar al Gobierno la propuesta de distribución del resultado de 2008, en la que se prevé su aplicación a reservas de este organismo.

### 17.2 Estructura de tasas

El cuadro 17.1 refleja los tipos de tasas establecidas para los diferentes servicios que realiza la CNMV. La disminución de los ingresos por este concepto durante 2009 se explica, fundamentalmente, por la caída en la recaudación de las tasas por supervisión de las instituciones de inversión colectiva (-25,7%) y de las tasas por supervisión de los miembros de las bolsas de valores (-22,1%), compensada en parte por el

aumento en la recaudación de las tasas por supervisión de las entidades adheridas a la Sociedad de Sistemas (5%).

### Ingresos por tasas en la CNMV

CUADRO 17.1

Importes en miles de euros

Actividad o servicio	2008	2009	% var 09/08
<b>Inscripción de folletos y entidades</b>	<b>10.755,1</b>	<b>10.651,2</b>	<b>-1,0</b>
Inscripción de folletos	9.881,0	10.114,8	2,4
Folletos de emisión	7.973,4	7.475,9	-6,2
Folletos de admisión	339,4	666,0	96,2
Verificación requisitos de admisión AIAF	1.568,2	1.972,9	25,8
Inscripción de entidades	660,0	346,3	-47,5
Autorización de opas	214,1	190,1	-11,2
<b>Supervisión de mercados</b>	<b>32.739,0</b>	<b>31.037,1</b>	<b>-5,2</b>
Actividad de miembros de AIAF	270,6	273,1	0,9
Actividad de participantes en la Sociedad de Sistemas	20.093,6	21.090,8	5,0
Actividad de miembros de bolsa	11.853,8	9.231,8	-22,1
Actividad de miembros de MEFF RF	2,4	1,6	-34,8
Actividad de miembros de MEFF RV	517,3	438,6	-15,2
Actividad de miembros de MFAO	1,3	1,3	2,0
<b>Supervisión de entidades</b>	<b>12.139,7</b>	<b>9.398,1</b>	<b>-22,6</b>
Supervisión IIC	10.959,5	8.144,4	-25,7
Fondos de inversión	9.077,5	6.853,4	-24,5
Sociedades de inversión	1.529,1	1.002,5	-34,4
Fondos de inversión inmobiliaria	337,3	272,0	-19,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	15,6	16,5	5,6
Supervisión sociedades gestoras de IIC y FT	270,6	255,0	-5,7
Sociedades gestoras de IIC	255,8	238,4	-6,8
Sociedades gestoras de fondos de titulización	14,8	16,6	12,6
Supervisión empresas servicios de inversión	909,7	998,6	9,8
Sociedades gestoras de cartera	14,5	11,2	-22,8
Sociedades y agencias de valores	895,1	987,3	10,3
<b>Expedición de certificados</b>	<b>4,2</b>	<b>4,4</b>	<b>4,9</b>
<b>Total</b>	<b>55.638,1</b>	<b>51.090,8</b>	<b>-8,2</b>

Fuente: CNMV.

La CNMV ejerce las funciones de Agencia Nacional de Codificación de Valores (ANCV) en España, cuyo objetivo principal es asignar y gestionar los códigos internacionales de identificación de valores (ISIN)<sup>1</sup> y de clasificación de instrumentos financieros (CFI)<sup>2</sup> facilitando la difusión y utilización de los mismos entre todos sus usuarios. En nuestro país el ISIN es utilizado como primer identificador a nivel de contratación, compensación y liquidación de valores. En su papel como agencia, la CNMV es socio fundador y miembro de pleno derecho de la Asociación Internacional de Agencias Nacionales de Codificación (ANNA), que a finales de 2009 aglutinaba a 79 países miembros de pleno derecho y a 25 asociados que representan a otros 36 países.

Dentro de su actividad internacional, la ANCV organizó en Madrid durante el mes de septiembre de 2009 una reunión del Grupo de Trabajo 2, perteneciente a ANNA. Este grupo, compuesto por representantes de varias agencias nacionales de codificación, incluida la española, es el encargado de la elaboración y mantenimiento de los criterios de codificación (*guidelines*) que se aplican a nivel internacional.

Durante el año 2009 la ANCV ha iniciado los trabajos de revisión de su normativa en vigor: circular y norma técnica. Esta actualización viene motivada por varias razones. Por una parte, se pretende recoger las modificaciones habidas en el estándar ISO 6166 sobre el código ISIN y en los criterios de codificación a nivel internacional y, por otra, incluir los nuevos instrumentos financieros desarrollados en los mercados. El objetivo de ambas disposiciones es ganar en claridad, simplicidad y comprensión.

El número de movimientos en la base de datos de la ANCV durante 2009 fue de 29.928, lo que supuso una caída del 13,4% con relación al año 2008. Este descenso se debió sobre todo a la bajada del número de pagarés, *warrants* y futuros codificados. En relación con los valores e instrumentos financieros codificados, el mercado primario de renta fija, tanto público como privado, se mostró muy activo, especialmente en las emisiones de valores a medio y largo plazo. En este ámbito, se apreció un aumento significativo en las emisiones de deuda pública, bonos y obligaciones avalados por la Administración General del Estado y cédulas. Sin embargo, las emisiones de renta fija a corto plazo (pagarés) sufrieron un notable descenso. El mercado de productos derivados ofreció variaciones de signo contrario. Así, mientras que el número de contratos de opciones codificados aumentó significativamente, el de futuros descendió. Al finalizar el año, el número de valores y otros instrumentos financieros con código ISIN en vigor ascendía a 22.302, lo que supone un leve descenso del 0,9% sobre el año 2008. Los valores e instrumentos financieros cotizados representaban el 55% del total (véase cuadro 18.1).

1. International Securities Identification Number.

2. Classification of Financial Instruments.

**Número de valores y otros instrumentos financieros  
codificados a 31/12/2009<sup>1</sup>**

CUADRO 18.1

	Cotizados			Total		
	2008	2009	% var.	2008	2009	% var.
Deuda pública <sup>2</sup>	263	292	11,0	265	293	10,6
Renta variable <sup>3</sup>	3.578	3.495	-2,3	13.435	13.071	-2,7
Obligaciones	367	379	3,3	426	424	-0,5
Bonos	1.711	2.068	20,9	1.768	2.123	20,1
Cédulas	184	235	27,7	238	290	21,9
Pagarés	2.556	1.563	-38,9	2.556	1.563	-38,9
Warrants/derechos	1.480	1.311	-11,4	1.564	1.587	1,5
Letras del Tesoro	12	12	0,0	12	12	0,0
Opciones	2.158	2.879	33,4	2.158	2.879	33,4
Futuros	73	60	-17,8	73	60	-17,8
<b>Total</b>	<b>12.382</b>	<b>12.294</b>	<b>-0,7</b>	<b>22.495</b>	<b>22.302</b>	<b>-0,9</b>

Fuente: CNMV. (1) Base de datos de la ANCV. Código ISIN. (2) Excepto letras del Tesoro. (3) Acciones, participaciones en fondos de inversión y resto de renta variable.

En lo que respecta a las consultas atendidas por la ANCV, su número descendió levemente respecto al año anterior, como se aprecia en el cuadro 18.2. Las consultas sobre códigos nacionales, que supusieron un 67% sobre el total, experimentaron un aumento del 14,4%, mientras que las referidas a códigos extranjeros sufrieron un descenso del 19,7%.

**Consultas atendidas directamente por la ANCV**

CUADRO 18.2

	2008	2009	% var.
Códigos nacionales	527	603	14,4%
Códigos extranjeros	366	294	-19,7%
<b>Total</b>	<b>893</b>	<b>897</b>	<b>0,4%</b>

Fuente: CNMV.



## 19 Comité Consultivo de la CNMV

CNMV: aspectos  
organizativos, económicos  
e institucionales  
Comité Consultivo  
de la CNMV

### 19.1 Introducción

El Comité Consultivo de la CNMV es el órgano de asesoramiento de su Consejo, tal y como dispone el artículo 22 de la LMV. Está integrado por representantes de los mercados secundarios oficiales: emisores, inversores y Comunidades Autónomas que albergan mercados secundarios oficiales en su territorio. Su presidencia corresponde al Vicepresidente de la CNMV.

De acuerdo con la LMV, el Comité Consultivo debe emitir un informe, con carácter preceptivo, en los siguientes casos: i) aprobación de las circulares de la CNMV, ii) imposición de sanciones por infracciones muy graves y iii) procesos de autorización, revocación y operaciones societarias de las empresas de servicios de inversión.

Además de su función asesora respecto del Consejo de la CNMV, el Comité Consultivo informa de los proyectos de disposiciones de carácter general sobre materias relacionadas con el mercado de valores que le son remitidos por el Gobierno o por el Ministerio de Economía y Hacienda con objeto de hacer efectivo el principio de audiencia de los sectores afectados en el procedimiento de elaboración de disposiciones administrativas.

Asimismo, con el fin de promover una mayor participación del sector y en línea con las recomendaciones internacionales de análisis de impacto de la normativa, la CNMV acordó en 2004 potenciar la función de asesoramiento del Comité Consultivo a su Consejo, ampliando sus actuaciones en materias relacionadas con el ámbito internacional y el funcionamiento de los mercados. De esta forma, se incluyen habitualmente en el orden del día del Comité consultas de carácter voluntario o no preceptivas que se corresponden con consultas de organismos internacionales como el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) o con otras iniciativas de la CNMV o del propio Comité.

### 19.2 Actuaciones del Comité durante 2009

En 2009, el número de asuntos tratados por el Comité Consultivo ascendió a 36 (véase cuadro 19.2), frente a los 41 de 2008 y los 49 de 2007. A partir del cuadro 19.1, que detalla la distribución por tipo de expediente, cabe señalar el menor peso relativo de los informes preceptivos sobre normas en 2009 con relación a 2008, cuando se produjo un aumento notable de este tipo de informes (que llegaron a representar casi el 60% de los asuntos tratados por el Comité) como consecuencia de la gran actividad normativa derivada de la transposición y el desarrollo de la legislación comunitaria.

**Tipo de expedientes sometidos a la opinión del Comité Consultivo** CUADRO 19.1

Número de asuntos	2008	2009
Informes preceptivos de normas	24	10
Propuestas de sanciones muy graves	3	8
Autorizaciones, revocaciones y operaciones societarias de ESI	4	0
Consultas voluntarias (IOSCO, CESR y otros)	10	18
<b>Total</b>	<b>41</b>	<b>36</b>

Fuente: CNMV.

El descenso en el número de informes preceptivos sobre normas se ha visto compensado, en parte, por el incremento notable del número de consultas voluntarias de organismos internacionales tratadas por el Comité, que han ocupado la mitad de los asuntos durante 2009. Por otra parte, durante 2009 no se ha tramitado ningún expediente por procesos de autorización, revocaciones y operaciones societarias de ESI, como consecuencia de la aprobación del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, que no prevé la intervención del Comité Consultivo en este tipo de procedimientos<sup>1</sup>.

**Actuaciones del Comité Consultivo de la CNMV en 2009**

CUADRO 19.2

**Informes preceptivos sobre normas:**

- Proyecto de Circular de la CNMV sobre el contenido del informe semestral de la función de vigilancia y supervisión de los depositarios de IIC (25/02/2009).
- Proyecto de Circular de la CNMV sobre control interno de sociedades gestoras de IIC (13/07/2009).
- Proyecto de Circular de la CNMV en materia de información relevante (7/09/2009).
- Proyecto de RD por el que se modifica el Reglamento de la Ley de IIC (7/09/2009).
- Proyecto de RD por el que se modifica el RD 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las ESI y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley de IIC (7/09/2009).
- Proyecto de RD por el que se modifica el RD 1245/1995, de 14 de julio, de creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito (7/09/2009).
- Proyecto de Circular de la CNMV por la que se regula el Informe Anual del Auditor sobre protección de activos de clientes (28/09/2009).
- Proyecto de RD por el que se modifica el Reglamento de la Ley de IIC; el Reglamento del impuesto sobre la renta de no residentes; el Reglamento del impuesto sobre sociedades; y el Reglamento del impuesto sobre la renta de las personas físicas (28/09/2009).
- Proyecto de OM de regulación y control de publicidad de servicios y productos de inversión (10/11/2009).
- Proyecto de RD por el que se establece el precio y las condiciones de cesión de los derechos de cobro al Fondo de Titulización del Déficit del Sistema Eléctrico, se desarrollan las características del Activo y del Pasivo del Fondo y se regula la Comisión Interministerial que tendrá como finalidad velar por el correcto cumplimiento de las condiciones en que deben ejecutarse las tareas asignadas a la SGFT del Déficit del Sistema Eléctrico (14/12/2009).

**Propuestas de sanciones muy graves**

- Sanción por comunicación de participaciones significativas fuera de plazo (25/02/2009).
- Sanción por la compra y venta de acciones propias de forma recurrente, incumpliendo los límites y condiciones legalmente establecidos (25/02/2009).
- Sanción por utilización de información privilegiada (13/07/2009).
- Sanción por (i) no comunicación de participaciones significativas y (ii) la publicación o el suministro de información o documentación relativas a una opa de adquisición con omisión de datos o con inclusión de inexactitudes, falsedades, o datos que induzcan a engaño (28/09/2009).
- Sanción por remisión con demora del Informe Financiero Anual (28/09/2009).
- Sanción por utilización de información privilegiada (28/09/2009).
- Sanción por (i) mantener durante un periodo de seis meses un nivel de recursos propios inferior al exigido legalmente y (ii) incumplir la prohibición de pignorar los activos en que se materialicen los recursos propios mínimos de las SGIIC (26/10/2009).
- Sanción por incumplimiento de la obligación de adoptar medidas de salvaguarda de información privilegiada y preventivas de su uso (10/11/2009).

---

**Consultas voluntarias (IOSC O, CESR y otros)**

- Consulta de la CE sobre *hedge funds* (26/01/2009).
- Consulta de CESR y del ESCB sobre recomendaciones a sistemas de compensación y liquidación y cámaras de contrapartida (26/01/2009).
- Consulta de CESR sobre transparencia en mercados de renta fija privada, productos estructurados y derivados de crédito (26/01/2009).
- Consulta de CESR sobre ventas en corto (26/01/2009).
- Criterios de la CNMV para la gestión de noticias y rumores difundidos sobre valores cotizados (26/01/2009).
- Consulta sobre el proyecto de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo que modifica las directivas 2003/71/CE, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y 2004/109/CE, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado (25/02/2009).
- Guía de actuación para la transmisión de información privilegiada a terceros (25/02/2009).
- Consulta de la CE sobre el Informe Larosière, sobre supervisión financiera en la UE (30/03/2009).
- Consulta de la CE sobre una futura legislación para crear un mercado único de postcontratación (25/05/2009).
- Consulta de la CE sobre iniciativas para mejorar la resistencia de los mercados de derivados OTC (13/07/2009).
- Consulta de CESR sobre instrumentos financieros complejos y no complejos (13/07/2009).
- Consulta del IASB en relación con el borrador de norma sobre clasificación y valoración de instrumentos financieros (7/09/2009).
- Consulta de la CE sobre la función del depositario en las UCITS (7/09/2009).
- Consulta de CESR sobre la definición de asesoramiento según la MiFID (26/10/2009).
- Consulta de CESR sobre una definición común de fondos europeos del mercado monetario (10/11/2009).
- Consulta de CESR sobre incentivos (10/11/2009).
- Consulta de CESR sobre agencias de calificación crediticia (10/11/2009).
- Plan de Actividades de la CNMV 2010 (14/12/2009).

---

Fuente: CNMV.



## VI Informe del Órgano de Control Interno





INFORME DE AUDITORÍA PREVISTO EN LA LEY  
44/2002, DE MEDIDAS DE REFORMA DEL SISTEMA  
FINANCIERO - AÑO 2009



## 1.- Introducción

El Departamento de Control Interno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha realizado la auditoría relativa a la adecuación de las decisiones adoptadas por los órganos de gobierno a la normativa procedimental aplicable a cada caso, en desarrollo del Plan de Auditoría y Actuaciones de Control Interno aprobado por el Consejo de la Comisión en su sesión de 12 de febrero de 2010, con el que se da cumplimiento a la Disposición Adicional Segunda de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (BOE de 23 de noviembre).

El desarrollo de los trabajos se ha adaptado, a las Normas Internacionales para el Ejercicio Profesional de la Auditoría Interna del IIA (the Institute of Internal Auditors), como establecen las Normas de Auditoría Interna para la CNMV aprobadas por Acuerdo del Consejo de 21 de enero de 2009.

## 2.- Objetivos y alcance

El objetivo del presente trabajo es comprobar la adaptación a la normativa procedimental aplicable en la adopción de las decisiones en materia de supervisión, de los órganos de gobierno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, durante el ejercicio 2009.

Las normas básicas aplicables a los procedimientos de la CNMV son las siguientes:

- Ley del Mercado de Valores (24/1998, de 28 de julio).
- Ley de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y Procedimiento Administrativo Común (30/1992 de 26 de noviembre).
- Reglamento de Régimen Interior de la CNMV.

Además se han tenido en cuenta los Acuerdos sobre delegación de competencias a favor del Presidente, el Vicepresidente y el Comité Ejecutivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, 24 de octubre de 2007, 18 de marzo y 4 de noviembre de 2009.

En el desarrollo de los trabajos no se han producido limitaciones al alcance.




### 3.- Opinión.

En nuestra opinión, una vez realizados los trabajos de auditoría, se puede concluir que, durante el año 2009 los órganos de gobierno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en el ámbito de la supervisión encomendada por la Ley del Mercado de Valores y demás normativa, han cumplido los requisitos establecidos en la legislación vigente en materia de procedimiento y competencia aplicables a cada caso.

Madrid, 14 de abril de 2010

Directora del Departamento  
de Control Interno

  
Fdo.: Margarita García Muñoz



## VII Cuentas de la CNMV



# Resumen de las cuentas anuales formuladas por la CNMV. Ejercicio 2009

## 1 Balance de situación

N.º Cuentas	Activo	Ejercicio corriente	Ejercicio anterior
	<b>A) INMOVILIZADO</b>	<b>35.005.662,6</b>	<b>33.960.081,3</b>
	II. Inmovilizaciones inmateriales	4.024.432,6	2.531.027,7
215	3. Aplicaciones informáticas	7.345.763,4	5.211.709,9
281	7. Amortizaciones	-3.321.330,8	-2.680.682,2
	III. Inmovilizaciones materiales	30.979.994,2	31.427.817,7
220, 221	1. Terrenos y construcciones	28.773.979,0	28.748.375,5
226	3. Utillaje y mobiliario	3.092.176,5	3.059.881,8
227, 228	4. Otro inmovilizado	5.973.292,7	5.635.594,2
282	5. Amortizaciones	-6.859.454,0	-6.016.033,8
	V. Inversiones financieras permanentes	1.235,9	1.235,9
250	1. Cartera de valores a largo plazo	935,4	935,4
265	3. Fianzas y depósitos constituidos a largo plazo	300,5	300,5
	<b>C) ACTIVO CIRCULANTE</b>	<b>120.738.736,2</b>	<b>134.240.025,5</b>
	II. Deudores	7.560.954,6	5.541.986,1
460, 469	1. Deudores varios	7.506.428,7	5.522.542,0
471	3. Administraciones Públicas	337,7	337,7
555, 558	4. Otros deudores	90.012,7	57.268,8
490	5. Provisiones	-35.824,5	-38.162,5
	III. Inversiones financieras temporales	109.179.383,7	121.848.325,0
541, 546	1. Cartera de valores a corto plazo	109.152.504,0	121.816.094,2
544, 547	2. Otras inversiones y créditos a corto plazo	26.879,6	32.230,9
57	IV. Tesorería	3.748.232,2	6.624.250,4
480	V. Ajustes por periodificación	250.165,7	225.464,0
	<b>TOTAL GENERAL (A+B+C)</b>	<b>155.744.398,8</b>	<b>168.200.106,8</b>



## 2 Cuenta del resultado económico-patrimonial

N.º Cuentas	Debe	Ejercicio corriente	Ejercicio anterior
	<b>A) GASTOS</b>	<b>43.215.518,5</b>	<b>42.167.301,3</b>
	3. Gastos de funcionamiento de los servicios y prestaciones sociales	42.697.788,2	41.509.522,2
	a) Gastos de personal:	26.117.912,1	23.830.538,8
640, 641	a.1) Sueldos, salarios y asimilados	21.034.231,5	19.195.025,6
642, 643, 644	a.2) Cargas sociales	5.083.680,7	4.635.513,1
681, 682	c) Dotaciones para amortizaciones de inmovilizado	1.492.848,1	1.248.101,9
	d) Variación de provisiones de tráfico	7.693,5	47.941,0
675, 694, (794)	d.2) Variación de provisiones y pérdidas de créditos incobrables	7.693,5	47.941,0
	e) Otros gastos de gestión	15.047.086,8	16.355.245,0
62	e.1) Servicios exteriores	14.950.669,7	16.297.707,6
630,632	e.2) Tributos	92.993,3	50.379,9
676	e.3) Otros gastos de gestión corriente	3.423,8	7.157,6
	f) Gastos financieros y asimilables	31.797,3	27.378,8
669	f.1) Por deudas	31.797,3	27.378,8
668	h) Diferencias negativas de cambio	450,5	316,7
	4. Transferencias y subvenciones	436.856,7	403.868,7
651	b) Subvenciones corrientes	436.856,7	403.868,7
	5. Pérdidas y gastos extraordinarios	80.873,6	253.910,4
670, 671	a) Pérdidas procedentes de inmovilizado	9.130,9	215.144,3
678	c) Gastos extraordinarios	0,0	15.542,6
679	d) Gastos y pérdidas de otros ejercicios	71.742,7	23.223,5
	<b>AHORRO</b>	<b>10.424.203,8</b>	<b>19.438.910,8</b>





### 3 Cuadro de financiación. Fondos aplicados-fondos obtenidos

<b>Fondos aplicados</b>	<b>Ejercicio corriente</b>	<b>Ejercicio anterior</b>
1. Recursos aplicados en operaciones de gestión	41.603.166,0	40.285.976,3
c) Servicios exteriores	14.950.363,5	16.297.707,6
d) Tributos	92.993,3	50.379,9
e) Gastos de personal	26.007.844,8	23.412.460,0
g) Transferencias y subvenciones	436.856,7	403.868,7
h) Gastos financieros	32.247,7	27.695,5
i) Otras pérdidas de gestión corriente y gastos excepcionales	75.166,5	45.923,7
j) Dotación provisiones de activos circulantes	7.693,5	47.941,0
4. Adquisiciones y otras altas del inmovilizado	2.545.903,7	3.401.838,3
b) I. Inmateriales	2.146.372,7	1.241.273,7
c) I. Materiales	399.530,9	2.160.564,6
5. Disminuciones directas del patrimonio	0,0	22.654.048,9
b) En cesión	0,0	1.126,6
c) Entregado al uso general	0,0	22.652.922,3
7. Provisiones por riesgos y gastos	200.581,2	355.314,0
<b>TOTAL APLICACIONES</b>	<b>44.349.650,8</b>	<b>66.697.177,5</b>
<b>EXCESO DE ORÍGENES S/APLICACIONES (AUMENTO DE CAPITAL CIRCULANTE)</b>	<b>9.290.071,5</b>	<b>0,0</b>

<b>Fondos obtenidos</b>	<b>Ejercicio corriente</b>	<b>Ejercicio anterior</b>
1. Recursos procedentes de operaciones de gestión	53.639.722,3	61.606.212,1
e) Tasas, precios públicos y contribuciones especiales	51.090.790,2	55.638.111,3
g) Ingresos financieros	1.123.106,1	4.902.191,3
h) Otros ingresos de gestión corriente y gastos excepcionales	1.425.826,1	1.065.909,4
3. Incrementos directos de patrimonio	0,0	49.869,1
b) En cesión	0,0	49.869,1
5. Enajenaciones y otras bajas de inmovilizado	0,0	22.423,6
c) I. Materiales	0,0	22.423,6
<b>TOTAL ORÍGENES</b>	<b>53.639.722,3</b>	<b>61.678.504,8</b>
<b>EXCESO DE APLICACIONES S/ORÍGENES (DISMINUCIÓN DE CAPITAL CIRCULANTE)</b>	<b>0,0</b>	<b>5.018.672,7</b>

#### 4 Cuadro de financiación. Variación de capital circulante

Variación de capital circulante (Resumen)	Ejercicio corriente		Ejercicio anterior	
	Aumentos	Disminuciones	Aumentos	Disminuciones
2. Deudores	1.986.224,6	0,0	337,7	6.194.996,4
a) Deudores derivados de la actividad	1.986.224,6	0,0	0,0	6.194.996,4
b) Otros deudores	0,0	0,0	337,7	0,0
3. Acreedores	23.025.632,3	235.442,8	86.974,1	23.456.669,8
a) Acreedores derivados de la actividad	0,0	235.442,8	86.974,1	0,0
b) Otros acreedores	23.025.632,3	0,0	0,0	23.456.669,8
4. Inversiones financieras temporales	0,0	12.668.941,4	19.511.983,2	0,0
6. Otras cuentas no bancarias	33.915,3	0,0	47.685,6	0,0
7. Tesorería	3.364,4	2.879.382,6	4.981.723,3	2.424,1
a) Caja	3.364,4	0,0	0,0	2.424,1
c) Otros bancos e instituciones de crédito	0,0	2.879.382,6	4.981.723,3	0,0
8. Ajustes por periodificación	24.701,7	0,0	6.713,5	0,0
<b>TOTAL</b>	<b>25.073.838,3</b>	<b>15.783.766,8</b>	<b>24.635.417,5</b>	<b>29.654.090,2</b>
<b>VARIACIÓN DEL CAPITAL CIRCULANTE</b>	<b>9.290.071,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>5.018.672,7</b>

## Referencias bibliográficas



- Ashcraft, A., Goldsmith-Pinkham, P. y J. Vickery (2009). *The Role of Incentives in the Rating of Mortgage-Backed Securities*. Working Paper, Federal Reserve Bank of New York.
- Ashcraft, A. B. y T. Schuermann (2008). *Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit*. Federal Reserve Bank of New York, Staff Report N. 318.
- Banco Central Europeo (2009a). *Credit Default Swaps and Counterparty Risk*. Disponible en <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/creditdefaultswapsandcounterpartyrisk2009en.pdf>.
- (2009b). *Public Consultation on the Provision of ABS Loan-level Information in the Eurosystem Collateral Framework*. Disponible en [http://www.ecb.int/paym/pdf/cons/abs/ecb\\_consultation\\_on\\_loan-by-loan\\_information\\_for\\_abs.pdf?6d12ee0e4a7e806b0cf207f827e9612](http://www.ecb.int/paym/pdf/cons/abs/ecb_consultation_on_loan-by-loan_information_for_abs.pdf?6d12ee0e4a7e806b0cf207f827e9612).
- Banco de Inglaterra (2010). *Extending Eligible Collateral in the Discount Windows Facility and Information Transparency for Asset-backed Securitisations*. Disponible en <http://www.bankofengland.co.uk/markets/money/publications/condocmar10.pdf>.
- BCBS (2009). *Enhancements to the Basel II Framework*. Disponible en <http://www.bis.org/publ/bcbs157.htm>.
- Becker, B. y T. Milbourn (2009). *Reputation and Competition: Evidence from the Credit Rating Industry*. Harvard Business School Working Papers 09-051.
- Bernanke, B. (2005). *The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit*. Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, 14 de abril.
- Blanchard, O. y G. M. Milesi-Ferretti (2009). *Global Imbalances: In Midstream?*. IMF Staff Position Note SPN/09/29.
- Bolton, P., Freixas, X. y J. Shapiro (2009). *The Credit Ratings Game*. NBER Working Paper 14712.
- Bongaerts, D., Cremers, K. J. y W. Goetzmann (2009). *Multiple Ratings and Credit Spreads*. Yale ICF Working Paper 08-27.
- Brender, A. y F. Pisani (2010). *Global Imbalances and the Collapse of Globalised Finance*. Centre for European Policy Studies.
- Brunnermeier, M. K. (2009). "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008". *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23(1), pp. 77-100.
- Buenaventura, R. (2008): "Las ventas en corto de acciones (*short selling*)". *Boletín de la CNMV*, Trimestre IV, pp. 53-70. Disponible en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/CNMVTrimestreIV08.pdf>.
- Caballero, R. J. (2010). *The "other" Imbalance and the Financial Crisis*. NBER Working Paper 15636.
- Caballero, R. J., Farhi, E. y P.-O. Gourinchas (2008a). "An Equilibrium Model of Global Imbalances and Interest Rates". *American Economic Review*, 98(1), pp. 358-393.
- (2008b). "Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances". *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall, pp. 1-55.
- Cambón, M. I. (2004). *Instituciones de inversión alternativa*. CNMV, Monografía nº 6. Disponible en [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Mon2004\\_6.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Mon2004_6.pdf).

- Cecchetti, S., Gyntelberg, J. y M. Hollanders (2009). "Central Counterparties for Over the Counter Derivatives". *BIS Quarterly Review*, septiembre.
- CESR (2008). *The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance*. Disponible en [http://www.cesr-eu.org/data/document/o8\\_o36.pdf](http://www.cesr-eu.org/data/document/o8_o36.pdf).
- (2009a). *Transparency of Corporate Bond, Structured Finance Product and Credit Derivatives Markets*. Disponible en <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=5798>.
- (2009b). *Application of Disclosure Requirements Related to Financial Instruments in the 2008 Financial Statements*. Disponible en <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=6156>.
- (2010). *Model for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime*. Disponible en <http://www.cesr.eu/popup2.php?id=6487>.
- CNMV. *Boletín de la CNMV*. Varios números, disponible en <http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/BoletinCNMV.aspx>.
- *Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales*. Varios números, disponibles en <http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/Informes.aspx>.
- *Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del Ibex 35*. Varios números, disponibles en <http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/Informes.aspx>.
- (2006). *Estudio sobre la industria de hedge funds*. Disponible en [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Estudios/HedgeFunds\\_o6o2.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Estudios/HedgeFunds_o6o2.pdf).
- Comisión Europea (2007). *La Educación Financiera. Comunicación de la Comisión*. Disponible en [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finservices-retail/docs/capability/communication\\_es.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/capability/communication_es.pdf).
- (2009a). *Recomendación de la Comisión, de 30 de abril de 2009, que complementa las Recomendaciones 2004/913/CE y 2005/162/CE en lo que atañe al sistema de remuneración de los consejeros de las empresas que cotizan en bolsa*. Disponible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:120:0028:0031:ES:PDF>.
- (2009b). *Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE en lo que respecta a los requisitos de capital para la cartera de negociación y las retitulizaciones y a la sujeción a supervisión de las políticas remunerativas*. Disponible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0362:FIN:ES:PDF>.
- (2009c). *Garantizar la eficiencia, seguridad y solidez de los mercados de derivados: actuaciones futuras*. Comunicación de la CE, disponible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0563:FIN:ES:PDF>.
- Comité de Asuntos Bancarios del Senado de EE.UU. (2010). *Restoring American Financial Stability. Financial Reform Bill Text*. Disponible en: [http://banking.senate.gov/public/files/ChairmansMark31510AYO10306\\_xmlFinancialReformLegislationBill.pdf](http://banking.senate.gov/public/files/ChairmansMark31510AYO10306_xmlFinancialReformLegislationBill.pdf).
- Coval, J., Jurek, J. y E. Stafford (2009). "The Economics of Structured Finance". *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), pp. 3-25.
- Departamento del Tesoro de Estados Unidos (2009). *Financial Regulatory Reform. A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*. Disponible en [http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport\\_web.pdf](http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf).
- Duffie, D., Li, A. y T. Lubke (2010). "Policy Perspectives on OTC Derivative Markets Infrastructure". Federal Reserve Bank of New York Staff Reports.
- FMI (2009). *Global Financial Stability Report*, octubre.
- (2010). *World Economic Outlook. Rebalancing Growth*. Disponible en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/pdf/text.pdf>.
- Financial Stability Board (2009). *FSB Principles for Sound Compensation Practices. Implementation Standards*. Disponible en [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_090925c.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_090925c.pdf).
- (2010). *Thematic Review on Compensation. Peer Review Report*. Disponible en [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_100330a.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_100330a.pdf).

- Financial Stability Forum (2000). *Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions*. Disponible en [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_0004a.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0004a.pdf).
- (2009). *Principles for Sound Compensation Practices*. Disponible en [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_0904b.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0904b.pdf).
- García, S. y A. Domínguez (2009). “Los sistemas retributivos de los consejeros de las sociedades cotizadas”, *Boletín de la CNMV*, Trimestre III, pp. 91-114. disponible en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/CNMVTrimestreIII09.pdf>.
- García, R. y F. J. Ruiz (2009). “Agencias de rating: análisis de la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo”, *Boletín de la CNMV*, Trimestre II, pp. 123-141. disponible en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/CNMVTrimestreII09.pdf>.
- González Pueyo, F. J. (2009). *Organización de los mercados de derivados y las cámaras de contrapartida central*. CNMV Monografía nº 35. Disponible en [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2009\\_35.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2009_35.pdf).
- Grupo de Larosière (2009). *High-Level Group on Financial Supervision in the EU. Chaired by Jacques de Larosière. Report*. Disponible en [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_es.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_es.pdf).
- IASB (2008). *Consolidated Financial Statements*. Disponible en [http://www.iasb.org/NR/rdonlyres/DAEA5425-4ABE-4217-8429-DB395333E8CC/0/ED10\\_STANDARD\\_1208.pdf](http://www.iasb.org/NR/rdonlyres/DAEA5425-4ABE-4217-8429-DB395333E8CC/0/ED10_STANDARD_1208.pdf).
- (2009a). *Draft Guidance on Fair Value Measurement*. Disponible en <http://www.iasb.org/Current+Projects/IASB+Projects/Fair+Value+Measurement/ED/Exposure+Draft+and+Comment+Letters/>.
- (2009b). *Financial Instruments: Amortised Cost and Impairment*. Disponible en <http://www.iasb.org/NR/rdonlyres/E5F37103-69D9-4D7E-834F-D6FD27299821/0/vbEDFIImpairmentBasisFCNov09.pdf>.
- (2009c). *Derecognition. Proposed Amendments to IAS 39 and IFRS 7*. Disponible en <http://www.iasb.org/NR/rdonlyres/74354283-FBBE-4BoD-9D45-FFB88BFE313B/0/EDDerecognition.pdf>.
- IOSCO (2003). *IOSCO Statement of Principles regarding the Activities of the Credit Rating Agencies*. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf>.
- (2007). *Principles for the Valuation of Hedge Funds Portfolios. Final Report*. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD253.pdf>.
- (2008a). *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>.
- (2008 b). *Report on Funds of Hedge Funds – Final Report*. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD276.pdf>.
- (2009a). *Transparency of Structured Finance Products*. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD306.pdf>.
- (2009b). *Hedge Fund Oversight. Final Report*. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>.
- (2010a). *Principles for Periodic Disclosure by Listed Entities*. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD317.pdf>.
- (2010b). *Disclosure Principles for Public Offerings and Listing of Asset-Backed Securities*. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD318.pdf>.
- Joint Forum (2009). *Report on Special Purpose Entities*. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD308.pdf>.
- (2010). *Review of the Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation. Key Issues and Recommendations*. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD315.pdf>.
- Kiff, J., Elliott, J., Kazarian, E., Scarlata, J. y C. Spackman (2009). “Credit Derivatives: Systemic Risks and Policy Options”. IMF WP/09/254.

- Losada, R. (2006). *Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero*. CNMV, Monografía n<sup>o</sup> 14. Disponible en [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Mon2006\\_14.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Mon2006_14.pdf).
- Losada, R. (2009). *Agencias de rating: hacia una nueva regulación*. CNMV, Monografía n<sup>o</sup> 34. Disponible en [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Mon2009\\_34.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Mon2009_34.pdf).
- (2010). *On the role of transparency in the ABS secondary market*. CNMV, Monografía n<sup>o</sup> 38. Disponible en [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MonografiaN38\\_web.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MonografiaN38_web.pdf).
- Manso, E., de Anta, B. y J. Domínguez (2009). “Novedades sobre las normas contables de los fondos de titulización”. *Boletín de la CNMV*, trimestre II, pp. 91-106. Disponible en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/CNMVTrimestreII09.pdf>.
- Manso, E., y V. Rodríguez (2008): “La crisis financiera y el valor razonable: debate en torno a su impacto y evaluación de las medidas adoptadas”. *Boletín de la CNMV*, Trimestre IV, pp. 71-90. Disponible en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/CNMVTrimestreIV08.pdf>.
- Markit (2009a). *The CDS Big Bang: Understanding the Changes to the Global CDS Contract and North American Conventions*. Disponible en [http://www.markit.com/cds/announcements/resource/cds\\_big\\_bang.pdf](http://www.markit.com/cds/announcements/resource/cds_big_bang.pdf).
- (2009b). *CDS Small Bang: Understanding the Global Contract and European Convention Changes*. Disponible en [www.markit.com/cds/announcements/resource/cds\\_small\\_bang\\_07202009\\_upd.pdf](http://www.markit.com/cds/announcements/resource/cds_small_bang_07202009_upd.pdf).
- Martínez, M. y V. Rodríguez (2009). “La nueva estructura de la supervisión financiera europea”. *Boletín de la CNMV*, trimestre IV, pp. 59-76. Disponible en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/CNMVTrimestreIV09.pdf>.
- Obstfeld, M. y K. Rogoff (2009). “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes”. CEPR Discussion Paper N. 7606.
- OCDE (2009). *Financial Literacy and Consumer Protection: Overlooked Aspects of the Crisis*. Disponible en <http://www.oecd.org/dataoecd/32/3/43138294.pdf>.
- Poveda, R. (2000). “La reforma del sistema de provisiones de insolvencia”. *Boletín Económico*, Banco de España, enero. Disponible en <http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/00/Fich/be0001.pdf>.
- Restoy, F. (2008). *The Subprime Crisis: Some Lessons for Financial Supervisors*. CNMV, Monografía n<sup>o</sup> 31. Disponible en [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2008\\_31\\_e.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2008_31_e.pdf).
- Restoy, F. y V. Rodríguez (2010). “Transparency in Securities Markets.” *Moneda y Crédito*, en imprenta.
- RiskMetrics Group (2009). *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*. (Por mandato de la Comisión Europea). Disponible en [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/ecgforum/studies\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm).
- Ruiz, M. (2006). *Actividad de las entidades de capital riesgo en España*. CNMV, Monografía n<sup>o</sup> 16. Disponible en [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2006\\_16.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2006_16.pdf).
- SEC (2010). *Asset-Backed Securities*. Disponible en <http://www.sec.gov/rules/proposed/2010/33-9117.pdf>.
- Skreta, V. y L. Veldkamp (2009). “Ratings Shopping and Asset Complexity: A Theory of Ratings Inflation”. *Journal of Monetary Economics*, 56(5), pp. 678-695.
- Stulz, R. M. (2010). “Credit Default Swaps and the Credit Crisis”. *Journal of Economic Perspectives*, 24(1), pp. 73-92.
- Sy, A. N. R. (2009). “The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets”. IMF WP/09/129.
- Villanueva, M. V. (2009). “Las características de los fondos de inversión monetarios en distintas jurisdicciones”. Monografía n<sup>o</sup> 36. Disponible en: [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Mon2009\\_36.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Mon2009_36.pdf).



## Anexos



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

I.1

Importes en millones de euros

	Número de emisores		Número de emisiones		Importe efectivo		
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	% var 09/08
Ampliaciones de capital	25	22	34	42	16.339,7	11.390,7	-30,3
De las cuales OPS <sup>2</sup>	1	0	1	2	292,0	17,4	-94,0
Con tramo nacional	1	0	1	2	292,0	17,4	-94,0
Con tramo internacional	0	0	0	0	0,0	0,0	—
Ofertas públicas de venta (OPV)	1	2	1	1	9,5	1,9	-79,6
Del tramo nacional	1	2	1	1	9,5	1,9	-79,6
Del tramo internacional	0	0	0	0	0,0	0,0	—
<b>Total</b>	<b>26</b>	<b>24</b>	<b>35</b>	<b>43</b>	<b>16.349,2</b>	<b>11.409,9</b>	<b>-30,3</b>
<b>Pro memoria: salidas a bolsa</b>							
Mediante OPV u OPS <sup>2</sup>	2	2	2	3	301,5	19,3	-93,6
Otras <sup>3</sup>	—	1	—	1	—	879,2	—

Fuente: CNMV. (1) Sólo se incluyen operaciones efectivas realizadas. (2) Oferta pública de suscripción de derechos, previa renuncia de los accionistas a su derecho de suscripción preferente. (3) En 2009, admisión a negociación de todo el capital social del Grupo Empresarial San José, tras la fusión por absorción de Parquesol Inmuebles y Proyectos y otras sociedades del grupo Udra.

## Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta: importe efectivo

I.2

Importes en millones de euros

Emisor	Importe efectivo <sup>1</sup>	Tipo de operación	Fecha de registro CNMV
Campofrío Food Group, S.A.	406,5	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	08-ene-09
Afirma Grupo Inmobiliario, S.A.	842,2	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	13-ene-09
Avanzit, S.A.	8,6	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	22-ene-09
Banco Santander, S.A.	956,4	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	30-ene-09
Avanzit, S.A.	12,7	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	17-feb-09
Española del Zinc, S.A.	28,1	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	24-feb-09
Gas Natural SDG, S.A.	3.501,6	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	12-mar-09
Mapfre, S.A.	175,9	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	12-mar-09
Mecalux, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	24-mar-09
Faes Farma, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	30-abr-09
Avanzit, S.A.	7,0	Ampliación de capital por conversión	12-may-09
Bankinter, S.A.	361,4	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	14-may-09
Jazztel, Plc.	0,0	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	02-jun-09
Jazztel, Plc.	0,0	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	02-jun-09
Jazztel, Plc.	14,1	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	02-jun-09
Jazztel, Plc.	0,0	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	10-jun-09
Abertis Infraestructuras, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	16-jun-09
Jazztel, Plc.	0,3	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	16-jun-09
Iberdrola, S.A.	1.325,0	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	18-jun-09
Jazztel, Plc.	90,0	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	18-jun-09
Natra, S.A.	40,5	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	18-jun-09
Banco De Valencia, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	23-jun-09
NH Hoteles, S.A.	222,0	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	26-jun-09
Avanzit, S.A.	5,8	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	09-jul-09
Avanzit, S.A.	23,0	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	09-jul-09
Papeles y Cartones de Europa, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	09-jul-09
Banco Popular Español, S.A.	166,3	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	10-ago-09
Vértice Trescientos Sesenta Grados, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	11-ago-09
Jazztel, Plc.	10,0	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	20-ago-09
Tecnocom, Telecomunicaciones y Energía, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	20-ago-09
Zardoya Otis, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	20-ago-09
Gas Natural SDG, S.A.	375,0	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	07-sep-09
Banco Popular Español, S.A.	500,0	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	11-sep-09
Pescanova, S.A.	100,6	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	06-oct-09
Banco Santander, S.A.	3,8	Ampliación de capital por conversión	14-oct-09
Inypsa Informes y Proyectos, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	15-oct-09
Inmobiliaria Colonial, S.A.	2,7	Ampliación de capital por conversión	20-oct-09
Sotogrande, S.A.	42,8	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	22-oct-09

**Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta: importe efectivo (continuación)**

I.2

Importes en millones de euros

Emisor	Importe efectivo <sup>1</sup>	Tipo de operación	Fecha de registro CNMV
Jazztel, Plc.	6,3	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	27-oct-09
Banco Santander, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	03-nov-09
Mapfre, S.A.	164,2	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	12-nov-09
Dinamia Capital Privado, SRC	39,9	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	19-nov-09
Jazztel, Plc.	2,1	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	24-nov-09
Cementos Portland Valderrivas, S.A.	201,9	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	26-nov-09
Obrascón Huarte Lain, S.A.	199,5	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	26-nov-09
Renta Corporación Real Estate, S.A.	4,9	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	03-dic-09
Ferrovial, S.A.	1.334,7	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	07-dic-09
Avanzit, S.A.	6,0	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	09-dic-09
Vueling Airlines, S.A.	185,0	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	10-dic-09
Compañía Levantina de Edificación y Obras Públicas, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	17-dic-09
Jazztel, Plc.	4,8	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	22-dic-09

Fuente: CNMV. (1) Las ampliaciones de capital sin contraprestación monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.

**Sociedades excluidas de cotización bursátil en 2009<sup>1</sup>**

I.3

Sociedad	Mercado	Motivo. Procedimiento	Fecha
Banco de Andalucía, S.A.	SIBE	Fusión por absorción por parte de Banco Popular	10-ago-09
Itínere Infraestructuras, S.A.	SIBE	Exclusión conforme acuerdo CNMV de 23/07/09	18-sep-09
Parquesol Infraestructuras, S.A.	SIBE	Fusión por absorción de Grupo empresarial San José	20-jul-09
Unión Fenosa, S.A.	SIBE	Amortizadas por canje en acciones de Gas Natural	7-sep-09
Aguas de Valencia	Corros	Exclusión remitida por bolsas de Barcelona y Valencia	20-may-09
Joaquim Alberti	2º Mercado	Resolución D.G. Política Financiera de 20 de julio	23-jul-09

Fuente: CNMV. (1) No se recogen las exclusiones por cambio de mercado.

## Evolución de los índices sectoriales de la bolsa de Madrid y la bolsa de Barcelona

1.4

Rentabilidad en el periodo

	2006	2007	2008	2009	2009			
					1 Trim.	2 Trim.	3 Trim.	4 Trim.
<b>Bolsa de Madrid</b>								
Petróleo y energía	33,3	13,0	-33,3	-2,7	-18,3	2,9	16,1	-0,3
Mat. básicos, industria y construcción	61,9	-3,2	-50,5	22,5	-9,5	28,6	11,7	-5,7
Bienes de consumo	31,9	6,1	-25,7	26,3	-8,1	17,9	12,6	3,6
Servicios de consumo	8,6	-8,0	-45,1	32,3	-16,3	21,4	28,7	1,2
Servicios financieros e inmobiliarios	34,9	-5,5	-49,2	47,3	-23,5	49,5	27,3	1,2
Banca	27,3	-3,6	-49,0	50,0	-24,0	51,3	27,9	2,0
Inmobiliarias y otros	111,2	-40,6	-68,0	-31,8	-28,1	-6,4	40,2	-27,8
Tecnología y telecomunicaciones	28,4	34,3	-28,8	22,8	-5,1	7,4	16,8	3,2
<b>IGBM</b>	<b>34,5</b>	<b>5,6</b>	<b>-40,6</b>	<b>27,2</b>	<b>-16,2</b>	<b>24,4</b>	<b>20,9</b>	<b>1,0</b>
<b>Bolsa de Barcelona</b>								
Eléctricas	48,3	12,3	-26,2	-9,1	-16,1	-6,1	15,1	0,3
Bancos	26,0	-0,8	-49,6	58,1	-24,0	56,2	28,4	3,7
Químicas	7,2	-10,4	-41,5	21,5	-13,2	23,3	14,3	-0,7
Cementos, construcción e inmobiliarias	85,6	-32,0	-61,5	20,2	-12,2	25,6	19,1	-8,4
Metalúrgica	77,9	8,0	-47,9	6,1	-22,5	41,9	13,9	-15,2
Alimentación, agrícola y forestal	32,4	-14,0	-23,1	2,2	-14,6	3,8	13,4	1,7
Textil y papelera	42,0	-8,5	-30,2	38,1	-6,6	16,2	16,0	9,7
Comercio y finanzas	34,4	-9,6	-37,7	21,0	-19,9	38,7	15,6	-5,8
Servicios diversos	20,6	23,3	-32,6	23,5	-7,8	10,8	18,2	2,3
<b>BCN Global 100</b>	<b>29,3</b>	<b>5,2</b>	<b>-41,8</b>	<b>34,7</b>	<b>-16,8</b>	<b>29,6</b>	<b>22,5</b>	<b>2,0</b>

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles.

## Concentración sectorial de la capitalización<sup>1</sup>

1.5

Sector	2008				2009			
	25%	50%	75%	100%	25%	50%	75%	100%
Petróleo	1	1	2	2	1	1	1	2
Energía y agua	1	2	4	11	1	2	4	9
Minería y metálicas básicas	1	1	3	8	1	1	3	8
Cementos y mat. construcción	1	2	3	5	1	2	3	4
Químicas	1	2	3	6	1	2	3	6
Textil y papeleras	1	1	1	19	1	1	1	19
Metal mecánica	1	2	4	17	1	2	4	17
Alimentación	1	3	4	14	1	2	4	13
Construcción	1	2	3	7	1	2	4	8
Inmobiliarias	2	3	7	28	2	5	9	26
Transportes y comunicaciones	1	1	1	6	1	1	1	5
Otros no financieros	2	3	6	22	2	4	7	24
Bancos	1	2	2	11	1	1	2	10
Seguros	1	1	1	2	1	1	1	2
Sociedades de cartera	1	1	1	12	1	1	1	10
SICAV	1	1	3	4	1	1	2	2
Entidades de financiación	0	0	0	0	0	0	0	0

Fuente: CNMV. (1) Incluye únicamente la capitalización de empresas que hayan tenido negociación durante el año. No incluye Latibex ni MAB.

## Concentración de la contratación bursátil de renta variable

1.6

N.º de empresas necesarias para alcanzar un determinado porcentaje

	2008				2009			
	25%	50%	75%	100%	25%	50%	75%	100%
<b>Total bolsas</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>184</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>170</b>
Mercado continuo	2	3	7	143	1	3	5	136
Nacional	2	3	7	138	1	3	5	131
Extranjeras	1	2	2	5	1	1	2	5
Corros	2	4	13	32	2	3	6	29
2º Mercado	1	2	5	9	1	1	2	5
ETF	1	2	5	34	2	4	7	32
MAB	21	104	329	3.274	16	90	305	3.267
LATIBEX	2	5	10	33	2	5	11	33

Fuente: CNMV

**Porcentaje de la capitalización de los sectores y de las tres mayores empresas de cada sector respecto al conjunto del mercado<sup>1</sup>**

1.7

Sector	% sector / mercado <sup>2</sup>	Empresas de mayor capitalización del sector <sup>3</sup>	% empresa / mercado <sup>4</sup>
Petróleo	5,2	Repsol YPF	4,2
		CEPSA	1,1
Energía y agua	18,3	Iberdrola	6,4
		Endesa	4,6
		Unión Fenosa	2,6
Minería y metálicas básicas	1,1	Acerinox	0,7
		Cie Automotive	0,1
		Duro Felguera	0,1
Cementos y mat. construcción	0,5	Cementos Portland Valderrivas	0,2
		Cementos Molins	0,1
		Uralita	0,1
Químicas	0,7	Laboratorios Almirall	0,3
		Zeltia	0,2
		Faes Farma	0,1
Textil y papeleras	5,9	Industria de Diseño Textil	4,9
		Grifols	0,5
		Grupo Empresarial ENCE	0,1
Metal-mecánica	2,4	Zardoya Otis	0,8
		Técnicas Reunidas	0,4
		Abengoa	0,3
Alimentación	1,2	Damm	0,4
		SOS Cuétara	0,3
		Ebro Puleva	0,2
Construcción	5,4	ACS	2,0
		Acciona	1,1
		Fomento de Construcciones y Contratas	0,8
Inmobiliarias	1,1	Metrovacesa	0,2
		Testa Inmuebles en renta	0,2
		Royal Urbis	0,1
Transportes y comunicaciones	19,7	Telefónica	16,2
		Abertis Infraestructuras	2,0
		Cintra	1,1
Otros (no financieros)	3,4	Gamesa	0,5
		Indra sistemas	0,5
		Telecinco	0,5
Bancos	30,7	Santander	17,3
		BBVA	8,7
		Banco Popular	1,2
Seguros	2,0	Mapfre	1,6
		Grupo Catalana Occidente	0,3
Sociedades de cartera	2,6	Criteria CaixaCorp	2,0
		Corporación Financiera Alba	0,4
		NH Hoteles, S.A.	0,1
SICAV <sup>5</sup>	0,0	CAT Patrimonis	0,0

Fuente: CNMV. (1) Capitalización a final del ejercicio. (2) Porcentaje de la capitalización de las empresas del sector respecto a la capitalización total del mercado. (3) Salvo en sectores con un número menor de empresas, se incluyen las tres mayores del sector. (4) Porcentaje de la capitalización de las empresas citadas respecto a la capitalización total del mercado. (5) Incluye a las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable que cotizaban en corros a finales de 2008.



## Capitalización y contratación de las sociedades pertenecientes al Ibex 35<sup>1</sup>

1.8

Importes en millones de euros

Empresa	Capitalización <sup>2</sup>			Contratación		
	2008	2009	% <sup>3</sup>	2008	2009	% <sup>3</sup>
Banco Santander Central Hispano	53.959,9	95.042,9	17,3	282.374,9	220.367,3	25,1
Telefónica	74.574,2	89.089,2	16,2	239.510,8	206.244,9	23,5
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	32.457,4	47.711,7	8,7	171.660,1	124.946,7	14,2
Iberdrola	32.715,2	35.033,0	6,4	99.339,0	70.646,5	8,1
Inditex	19.528,9	27.046,3	4,9	26.516,3	16.886,4	1,9
Endesa	30.280,3	25.351,8	4,6	6.962,4	4.519,6	0,5
Repsol YPF	18.435,0	22.860,7	4,2	76.363,7	50.792,8	5,8
Iberdrola Renovables	12.883,4	14.023,9	2,6	10.655,8	7.410,8	0,8
Gas Natural	8.637,6	13.904,7	2,5	11.833,3	10.216,2	1,2
Criteria Caixacorp	9.348,8	11.080,7	2,0	5.515,6	2.517,5	0,3
Abertis Infraestructuras	8.446,2	11.064,5	2,0	10.854,0	6.812,9	0,8
ACS	10.950,5	10.953,5	2,0	14.538,0	8.015,7	0,9
Corporación Mapfre	6.587,6	8.554,8	1,6	6.994,1	4.245,9	0,5
Banco Popular Español	7.513,3	6.839,1	1,2	30.350,9	15.774,2	1,8
Banesto	5.554,1	5.884,0	1,1	2.195,5	1.026,7	0,1
Acciona	5.656,0	5.789,4	1,1	12.147,1	6.093,1	0,7
Red Eléctrica de España	4.869,7	5.251,2	1,0	12.768,1	6.443,7	0,7
Banco de Sabadell	5.820,0	4.650,0	0,8	7.649,1	3.577,2	0,4
Grupo Ferrovial	2.746,4	4.324,4	0,8	11.248,6	4.831,0	0,6
FCC	2.970,0	3.749,1	0,7	6.727,6	3.180,0	0,4
Enagás	3.714,7	3.682,5	0,7	9.719,4	5.976,8	0,7
Acerinox	2.891,4	3.622,4	0,7	7.060,0	3.324,6	0,4
Bankinter	2.561,2	3.385,2	0,6	5.639,9	3.066,4	0,3
Gamesa Corporación Tecnológica	3.099,6	2.867,3	0,5	15.638,3	8.911,7	1,0
Indra Sistemas	2.657,3	2.701,6	0,5	5.272,1	4.288,9	0,5
Grifols	2.622,8	2.600,5	0,5	6.430,9	6.041,0	0,7
Gestevisión Telecinco	1.862,2	2.508,4	0,5	4.908,8	2.531,4	0,3
Sacyr Vallehermoso	1.942,6	2.439,7	0,4	3.087,9	1.428,0	0,2
Técnicas Reunidas	1.029,1	2.243,1	0,4	3.466,6	3.307,0	0,4
Abengoa	1.067,5	2.044,6	0,4	2.102,4	1.488,2	0,2
Obrascón Huarte Lain	871,4	1.884,1	0,3	2.097,8	2.537,7	0,3
BME	1.537,7	1.881,4	0,3	6.486,9	3.852,1	0,4
Iberia Líneas Aéreas de España	1.887,1	1.809,9	0,3	6.056,7	3.377,8	0,4
ArcelorMittal <sup>4</sup>	212,7	560,3	0,1	640,7	3.270,6	0,4

Fuente: CNMV. (1) Empresas pertenecientes al Ibex 35 el 30 de diciembre de 2009. (2) Capitalización a último día del año. (3) Respecto al total del mercado. (4) Incluida en el índice el 05/05/2009.

## Ofertas públicas de adquisición de valores autorizadas en 2009

1.9

Importes en millones de euros

Compañía	Autor de la oferta	Finalidad	% capital social sobre el que se dirige	Importe realizado efectivo	Resultado en % <sup>1</sup>
Unión Fenosa, S.A.	Gas Natural SDG, S.A.	Opa obligatoria para toma de control	50,0	5.733,7	34,8
Aguas de Valencia, S.A.	Aguas de Valencia, S.A.	Opa obligatoria por exclusión	39,3	11,7	4,0
Itínere Infraestructuras, S.A.	Pear Acquisition Corporation, S.L.	Opa voluntaria para toma de control	51,7	1.351,7	47,0
Corporación Dermoes-tética, S.A.	Corporación Dermoes-tética, S.A.	Opa obligatoria para reducción de capital	47,4	188,9	89,5 (Prorrateo 53,0)
Federico Paternina, S.A.	Inversora Mer, S.L.	Opa obligatoria por exclusión	9,0	3,6	7,6

Fuente: CNMV. (1) Porcentaje respecto al capital social. En caso de que haya habido prorrateo, se incluye el coeficiente del mismo.

## Sociedades cotizadas en Latibex por sectores

1.10

Importes en millones de euros, salvo otra indicación

Sector	N.º de empresas		Capitalización			Contratación		
	2008	2009	2008	2009	%Var	2008	2009	%Var
Petróleo	2	2	73.215,9	144.947,7	98,0	118,1	81,3	-31,2
Energía y agua	4	4	22.599,8	38.860,2	72,0	67,6	40,1	-40,7
Minería y metálicas básicas	5	5	47.440,2	117.152,3	147,0	250,7	141,7	-43,5
Químicas	1	1	540,1	1.903,4	252,4	4,1	3,7	-7,6
Textil y papeleras	2	1	421,3	0,0	-100,0	12,7	3,8	-69,9
Metal mecánica	1	1	918,6	2.443,3	166,0	15,0	10,2	-31,9
Alimentación	2	1	1.784,6	2.493,3	39,7	93,9	26,2	-72,1
Inmobiliarias	2	2	503,1	1.102,6	119,2	2,4	1,7	-29,7
Transportes y comunicación	5	5	113.149,4	164.460,3	45,4	112,1	56,3	-49,8
Otros no financieros	2	2	2.470,5	2.810,4	13,8	10,3	1,5	-85,8
Bancos	5	7	14.960,7	83.736,6	459,7	53,8	40,0	-25,5
Sociedades de cartera	1	1	2.031,7	5.185,9	155,3	12,4	15,4	24,7
Entidades de financiación	1	1	7.153,0	8.734,2	22,1	4,9	12,8	163,6
<b>Total</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>287.188,9</b>	<b>573.830,1</b>	<b>99,8</b>	<b>757,7</b>	<b>434,7</b>	<b>-42,6</b>

Fuente: CNMV.

**Emisiones brutas de las Administraciones Públicas**

I.11

Importes nominales en millones de euros

	Importe				% de variación anual		
	2006	2007	2008	2009	07/06	08/07	09/08
<b>Estado</b>	<b>57.962</b>	<b>52.091</b>	<b>115.181</b>	<b>228.341</b>	<b>-10,1</b>	<b>121,1</b>	<b>98,2</b>
Corto plazo	25.891	26.971	52.657	109.999	4,2	95,2	108,9
Largo plazo	32.071	25.120	62.523	118.342	-21,7	148,9	89,3
<b>Comunidades Autónomas</b>	<b>9.523</b>	<b>7.553</b>	<b>9.087</b>	<b>19.623</b>	<b>-20,7</b>	<b>20,3</b>	<b>115,9</b>
Corto plazo	4.586	4.004	5.054	7.109	-12,7	26,2	40,7
Largo plazo	4.937	3.548	4.033	12.514	-28,1	13,7	210,3
<b>Corporaciones locales</b>	<b>590</b>	<b>496</b>	<b>208</b>	<b>51</b>	<b>-16,0</b>	<b>-58,1</b>	<b>-75,3</b>
Corto plazo	—	—	—	—	—	—	—
Largo plazo	590	496	208	51	-16,0	-58,1	-75,3
<b>Total AA.PP.</b>	<b>68.075</b>	<b>60.139</b>	<b>124.475</b>	<b>248.016</b>	<b>-11,7</b>	<b>107,0</b>	<b>99,2</b>

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

**Emisiones netas de las Administraciones Públicas**

I.12

Importes nominales en millones de euros

	Importe				% de variación anual		
	2006	2007	2008	2009	07/06	08/07	09/08
<b>Estado</b>	<b>-4.789</b>	<b>-4.716</b>	<b>50.208</b>	<b>119.397</b>	<b>1,5</b>	<b>—</b>	<b>137,8</b>
Corto plazo	-1.993	1.144	19.630	33.439	—	1.616,6	70,3
Largo plazo	-2.796	-5.860	30.578	85.958	-109,6	—	181,1
<b>Comunidades Autónomas</b>	<b>1.827</b>	<b>223</b>	<b>1.386</b>	<b>8.496</b>	<b>-87,8</b>	<b>520,8</b>	<b>512,9</b>
Corto plazo	-141	283	430	-168	—	51,8	-
Largo plazo	1.968	-60	956	8.664	—	—	805,8
<b>Corporaciones locales</b>	<b>228</b>	<b>131</b>	<b>-14</b>	<b>-139</b>	<b>-42,4</b>	<b>—</b>	<b>-878,3</b>
Corto plazo	0	0	0	0	—	—	-
Largo plazo	228	131	-14	-139	-42,4	—	-878,3
<b>Total AA.PP.</b>	<b>-2.734</b>	<b>-4.362</b>	<b>51.580</b>	<b>127.753</b>	<b>-59,5</b>	<b>—</b>	<b>147,7</b>

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

**Contratación de deuda del Estado entre titulares de cuenta.  
Operaciones a vencimiento, con pacto de recompra y simultáneas**

l.13

Importes nominales en millones de euros

	Importe						% de variación anual	
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	08/07	09/08
<b>Letras</b>	<b>472.518</b>	<b>484.161</b>	<b>480.711</b>	<b>339.956</b>	<b>534.919</b>	<b>862.448</b>	<b>57,3</b>	<b>61,2</b>
A vencimiento	85.222	82.515	64.164	35.894	63.959	83.501	78,2	30,6
Contado	84.833	82.389	63.694	35.868	63.915	81.441	78,2	27,4
Plazo	389	126	470	27	44	2.060	64,9	4571,2
Pacto de recompra	1.990	411	0	0	0	0	—	—
Simultáneas	385.306	401.234	416.547	304.062	470.959	778.947	54,9	65,4
<b>Bonos y obligaciones</b>	<b>7.308.084</b>	<b>7.260.528</b>	<b>7.062.437</b>	<b>7.142.097</b>	<b>6.459.838</b>	<b>6.519.727</b>	<b>-9,6</b>	<b>0,9</b>
A vencimiento	562.627	491.550	447.211	418.761	362.239	557.039	-13,5	53,8
Contado	552.418	481.854	444.083	417.749	359.638	551.874	-13,9	53,5
Plazo	10.209	9.696	3.128	1.012	2.602	5.165	157,2	98,5
Pacto de recompra	94.254	69.327	96	0	0	0	—	—
Simultáneas	6.651.203	6.699.650	6.615.129	6.723.337	6.097.598	5.962.688	-9,3	-2,2
<b>Total</b>	<b>7.780.602</b>	<b>7.744.688</b>	<b>7.543.148</b>	<b>7.482.053</b>	<b>6.994.757</b>	<b>7.382.175</b>	<b>-6,5</b>	<b>5,5</b>

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

**Contratación de deuda del Estado entre titulares y terceros.  
Operaciones a vencimiento, con pacto de recompra y simultáneas**

l.14

Importes nominales en millones de euros

	Importe						% de variación anual	
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	08/07	09/08
<b>Letras</b>	<b>1.800.846</b>	<b>1.746.209</b>	<b>1.214.841</b>	<b>1.254.600</b>	<b>1.687.359</b>	<b>2.229.395</b>	<b>34,5</b>	<b>32,1</b>
A vencimiento	30.328	33.963	29.168	22.030	51.352	119.088	133,1	131,9
Contado	30.119	33.698	29.137	21.496	50.695	116.061	135,8	128,9
Plazo	209	265	31	534	657	3.027	22,9	360,8
Pacto de recompra	1.768.729	1.709.341	1.185.339	1.230.166	1.635.437	2.107.507	32,9	28,9
Simultáneas	1.789	2.905	334	2.404	570	2.800	-76,3	391,3
<b>Bonos y obligaciones</b>	<b>13.252.235</b>	<b>12.729.047</b>	<b>13.857.369</b>	<b>13.927.674</b>	<b>11.262.380</b>	<b>8.910.888</b>	<b>-19,1</b>	<b>-20,9</b>
A vencimiento	1.571.265	2.040.064	2.690.033	2.994.352	1.989.753	1.860.227	-33,5	-6,5
Contado	1.469.329	1.740.267	2.366.230	2.702.273	1.727.881	1.720.908	-36,1	-0,4
Plazo	101.936	299.797	323.803	292.079	261.872	139.320	-10,3	-46,8
Pacto de recompra	10.613.122	9.631.174	9.850.322	9.741.672	8.474.523	6.537.836	-13,0	-22,9
Simultáneas	1.067.848	1.057.808	1.317.014	1.191.650	798.104	512.825	-33,0	-35,7
<b>Total</b>	<b>15.053.081</b>	<b>14.475.256</b>	<b>15.072.210</b>	<b>15.182.274</b>	<b>12.949.739</b>	<b>11.140.284</b>	<b>-14,7</b>	<b>-14,0</b>

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

## Número de emisores y emisiones registradas en la CNMV: detalle por instrumentos

I.15

Anexos  
Anexos estadísticos I

	Número de emisores <sup>1</sup>		Número de emisiones	
	2008	2009	2008	2009
<b>A largo plazo</b>	<b>135</b>	<b>142</b>	<b>249</b>	<b>439</b>
Bonos y obligaciones no convertibles	30	50	76	244
de las cuales, deuda subordinada	9	19	12	23
Bonos y obligaciones convertibles	1	3	1	6
Cédulas hipotecarias	19	27	47	75
Cédulas territoriales	7	1	8	1
Bonos de titulización	88	68	108	76
de activos (BTA)	87	66	107	74
hipotecarios (BTH)	1	2	1	2
Participaciones preferentes	8	23	9	37
Otras emisiones	0	0	0	0
<b>A corto plazo<sup>2</sup></b>	<b>77</b>	<b>69</b>	<b>88</b>	<b>73</b>
Pagarés de empresa	77	69	88	73
de los cuales, de titulización de activos	2	2	2	2
<b>Total</b>	<b>179</b>	<b>168</b>	<b>337</b>	<b>512</b>

Fuente: CNMV. (1) En el caso de los emisores, los totales no coinciden necesariamente con la suma, dado que un mismo emisor puede emitir diversos tipos de instrumentos. (2) Programas registrados.

## Principales emisores<sup>1</sup> de renta fija registrados en la CNMV en 2009

I.16

Importes nominales en millones de euros

Nombre de la sociedad emisora	Importe nominal emitido		
	Total	A corto plazo <sup>2</sup>	A largo plazo
Caja de Ahorros y de Pensiones de Barcelona	21.890	12.000	9.890
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	18.178	7.000	11.178
Banco Popular Español, S.A.	17.316	9.900	7.416
Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja	14.338	6.000	8.338
Bankinter, S.A.	11.016	7.000	4.016
Banco de Sabadell, S.A.	10.714	6.500	4.214
BBVA Banco de Financiación, S.A.	10.000	10.000	0
Santander Consumer Finance, S.A.	10.000	10.000	0
Caja de Ahorros del Mediterráneo	9.671	3.000	6.671
Banesto Banco de Emisiones, S.A.	7.500	7.500	0
Caixa d'Estalvis de Catalunya	6.932	2.100	4.832
Foncaixa Empresas 1, Fondo de Titulización de Activos	6.630	0	6.630
Caja de Ahorros de Galicia	6.604	3.000	3.604
AYT Cédulas Cajas Global, Fondo de Titulización de Activos	6.568	0	6.568
Fondo de Titulización de Activos Santander 2	6.000	6.000	0
Banco Pastor, S.A.	5.530	3.000	2.530
Montes de Piedad y Caja de Ahorros de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga y Antequera	5.028	2.500	2.528
Bankinter Sociedad de Financiación, S.A.	5.000	5.000	0
Sol-Lion, Fondo de Titulización de Activos	4.500	0	4.500
Barclays Bank, S.A.	4.400	500	3.900
Caja España de Inversiones, Caja de Ahorros y Monte de Piedad	4.400	4.000	400
Banco Español de Crédito	4.047	0	4.047

Fuente: CNMV. (1) Emisores que registraron emisiones por importe superior a 4.000 millones de euros. (2) Programas registrados.

**Principales emisores<sup>1</sup> de renta fija registrados en la CNMV en 2009. Detalle por instrumentos**

1.17

Importes en millones de euros

Tipo de activo <sup>2</sup>	Emisor	Importe
Bonos y obligaciones simples	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	7.106
	Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja	7.021
	Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	4.655
	Caja de Ahorros del Mediterráneo	4.654
	Caixa d'Estalvis de Catalunya	4.419
	Banco Popular Español	4.402
	Caja de Ahorros de Galicia	2.984
	Bankinter	2.273
	Banco de Sabadell	1.625
	Banco Cooperativo Español	1.561
Bonos y obligaciones convertibles	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	2.000
Cédulas hipotecarias	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	4.072
	Barclays Bank	3.900
	Banco Español de Crédito	3.547
	Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	3.235
	Banco Popular Español	3.014
	Caja de Ahorros del Mediterráneo	2.017
	Bankinter	1.743
	Banco de Sabadell	1.589
	Montes de Piedad y Caja de Ahorros de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga y Antequera	1.528
	Banco Santander	1.500
Participaciones preferentes	Caja Madrid Finance Preferred	3.000
	Santander Finance Capital	2.000
Programa de pagarés <sup>3</sup>	Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	2.000
	Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	12.000
	BBVA Banco de Financiación	10.000
	Santander Consumer Finance	10.000
	Banco Popular Español	9.900
	Banesto Banco de Emisiones	7.500
	Bankinter	7.000
	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	7.000
	Banco de Sabadell	6.500
	Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja	6.000
	Bankinter Sociedad de Financiación	5.000
	Caja España de Inversiones, Caja de Ahorros y Monte de Piedad	4.000
	Banco Pastor	3.000
	Iberdrola	3.000
	BBK Empréstitos	3.000
	Caja de Ahorros del Mediterráneo	3.000
	Caja de Ahorros de Galicia	3.000
	Montes de Piedad y Caja de Ahorros de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga y Antequera	2.500
Caja de Ahorros de Murcia	2.500	
Caja de Ahorros de Salamanca y Soria	2.250	
Caixa d'Estalvis de Catalunya	2.100	
Gas Natural SDG	2.000	
Telefónica	2.000	
Repsol YPF	2.000	
Endesa Capital, S.A.	2.000	
Caixa de Aforros de Vigo, Ourense e Pontevedra, Caixanova	2.000	
Caixa d'Estalvis del Penedès	1.500	
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra	1.500	
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Zaragoza, Aragón y La Rioja, Ibercaja	1.500	
Titulización de pagarés <sup>3</sup>	Fondo de Titulización de Activos Santander 2	6.000

Fuente: CNMV. (1) Emisores con emisión superior a 1.500 millones de euros en el instrumento financiero correspondiente. (2) No aparecen las cédulas territoriales por no haber tenido ningún emisor con emisión superior a 1.500 millones de euros. (3) Importe de los programas registrados.

**Emisores de pagarés con mayores saldos vivos a 31 de diciembre de 2009<sup>1</sup>**

I.18

Importes en millones de euros

Emisor	Importe	% sobre el total	% acumulado
Banesto Banco de Emisiones, S.A.	5.558	12,2	12,2
Santander Consumer Finance, S.A.	4.066	9,0	21,2
Banco Popular Español, S.A.	2.993	6,6	27,8
Banco de Sabadell, S.A.	2.771	6,1	33,9
BBK Empréstitos, S.A.U.	2.397	5,3	39,1
Fondo de Titulización de Activos Santander 2	2.239	4,9	44,1
Bankinter Sociedad de Financiación, S.A.	1.950	4,3	48,4
BBVA Banco de Financiación, S.A.	1.946	4,3	52,6
Bankinter, S.A.	1.828	4,0	56,7
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	1.716	3,8	60,4
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	1.565	3,4	63,9
Banco Pastor, S.A.	1.284	2,8	66,7
Montes de Piedad y Cajas de Ahorros de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga y Antequera	1.273	2,8	69,5
Caixa d'Estalvis de Catalunya	1.007	2,2	71,7

Fuente: CNMV. (1) Emisores con saldo vivo superior a 1.000 millones de euros.

**Principales emisores<sup>1</sup> de bonos de titulización en 2009**

I.19

Importes en millones de euros

Emisor	Importe	Activos titulizados
Foncaixa Empresas 1, Fondo de Titulización de Activos	6.630	Préstamos empresas
AYT Cédulas Cajas Global, Fondo de Titulización de Activos	6.568	Cédulas hipotecarias
Sol-Lion, Fondo de Titulización de Activos	4.500	Préstamos hipotecarios
BBVA Empresas 2, Fondo de Titulización de Activos	2.850	Préstamos empresas
BBVA Empresas 3, Fondo de Titulización de Activos	2.600	Préstamos empresas
CEAMI Guaranteed Bonds I, Fondo de Titulización de Activos	2.559	Bonos de tesorería
Santander Empresas 6, Fondo de Titulización de Activos	2.497	Préstamos empresas
IM Grupo Banco Popular Empresas 3, Fondo de Titulización de Activos	2.250	Préstamos empresas
Santander Empresas 7, Fondo de Titulización de Activos	2.220	Préstamos empresas
Rural Hipotecario XI, Fondo de Titulización de Activos	2.200	Préstamos hipotecarios
Cédulas TDA 14, Fondo de Titulización de Activos	2.200	Cédulas hipotecarias
Cédulas TDA 15, Fondo de Titulización de Activos	2.190	Cédulas hipotecarias
Cédulas TDA 16, Fondo de Titulización de Activos	2.170	Cédulas hipotecarias
Empresas Banesto 4, Fondo de Titulización de Activos	2.075	Préstamos empresas
TDA Ibercaja 7, Fondo de Titulización de Activos	2.070	Préstamos hipotecarios
AYT Kutxa Hipotecario IV, Fondo de Titulización de Activos	2.000	Préstamos hipotecarios
TDA CAM 12, Fondo de Titulización de Activos	1.976	Préstamos hipotecarios
Cédulas TDA 17, Fondo de Titulización de Activos	1.950	Cédulas hipotecarias
Santander Financiación 4, Fondo de Titulización de Activos	1.695	Préstamos consumo
Bankinter 19, Fondo de Titulización de Activos	1.650	Préstamos hipotecarios

Fuente: CNMV. (1) Emisores con emisiones registradas en la CNMV superiores a 1.500 millones de euros en 2009.

## Emisiones de titulización en 2009, según la naturaleza del activo titulado

I.20

Importes nominales en millones de euros

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Fondos de titulización hipotecaria (BTH)</b>	<b>4.890</b>	<b>6.850</b>	<b>4.300</b>	<b>4.740</b>	<b>800</b>	<b>817</b>
<b>Fondos de titulización de activos (FTA)</b>	<b>45.635</b>	<b>62.194</b>	<b>87.308</b>	<b>136.887</b>	<b>134.453</b>	<b>80.835</b>
<b>FTA hipotecarios</b>	<b>33.127</b>	<b>47.325</b>	<b>60.333</b>	<b>84.205</b>	<b>98.015</b>	<b>39.784</b>
Préstamos hipotecarios	13.967	22.314	34.663	57.550	63.615	24.706
Cédulas hipotecarias	18.685	24.280	25.670	26.655	34.400	15.078
Préstamos a promotores	475	730	0	0	0	0
<b>FTA empresas</b>	<b>8.964</b>	<b>10.027</b>	<b>18.331</b>	<b>32.730</b>	<b>27.279</b>	<b>31.886</b>
PYMES <sup>1</sup>	0	1.250	2.979	2.485	1.350	1.010
FTPYME <sup>1</sup>	8.964	2.944	7.956	6.474	7.276	0
FTGENCAT <sup>1</sup>	0	2.177	1.860	2.020	3.391	1.356
Préstamos a empresas <sup>2</sup>	0	3.100	5.536	19.250	10.500	25.762
Préstamos corporativos <sup>3</sup>	0	556	0	0	1.682	2.158
Arrendamiento financiero	0	0	0	2.500	3.080	1.600
<b>FTA otros</b>	<b>3.544</b>	<b>4.843</b>	<b>8.643</b>	<b>19.953</b>	<b>9.159</b>	<b>9.165</b>
Deuda subordinada	0	0	298	0	0	0
Bonos tesorería	0	1.180	1.450	0	765	2.559
Créditos AA.PP.	1.850	0	0	0	0	0
Cédulas territoriales	0	665	0	0	450	965
Préstamos consumo	235	0	5.527	3.592	6.459	3.725
Préstamos auto	1.000	1.000	1.360	2.840	1.485	1.916
Cuentas a cobrar	0	0	0	0	0	0
Derechos de créditos futuros	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	0	1.598	0	0	0	0
Otros créditos	458	400	8	13.521	0	0
<b>Total bonos de titulización</b>	<b>50.525</b>	<b>69.044</b>	<b>91.608</b>	<b>141.627</b>	<b>135.253</b>	<b>81.651</b>
<b>Total pagarés de titulización emitidos<sup>4</sup></b>	<b>3.724</b>	<b>2.767</b>	<b>1.993</b>	<b>465</b>	<b>2.843</b>	<b>4.758</b>
<b>Total bonos más pagarés</b>	<b>54.248</b>	<b>71.811</b>	<b>93.600</b>	<b>142.092</b>	<b>138.096</b>	<b>86.410</b>

### Pro memoria

<b>Subtotal hipotecario</b>	<b>38.017</b>	<b>54.175</b>	<b>64.633</b>	<b>88.945</b>	<b>98.815</b>	<b>40.601</b>
-----------------------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------

Fuente: CNMV. (1) Incluye fondos cuya cartera incorpora prácticamente la totalidad de préstamos a PYMES. (2) Incluye fondos cuya cartera incorpora préstamos a cualquier tipo de empresas: autónomos, microempresas, pequeñas empresas, medianas empresas y otras empresas de mayor dimensión. (3) Incluye fondos cuya cartera incorpora únicamente préstamos a grandes empresas. (4) Programas de emisión de pagarés de titulización registrados por los FTA.

## Contratación por cuenta propia en AIAF

I.21

Importes nominales en millones de euros

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	% var. 09/08
Pagarés	9.440	28.474	41.916	41.243	84.841	129.828	53,0
Bonos y obligaciones	122.989	249.375	155.960	231.942	1.606.100	3.635.802	126,4
de los cuales, bonos de titulización	102.885	219.722	130.624	205.044	1.570.686	3.426.089	118,1
Cédulas hipotecarias	5.950	5.651	7.071	14.572	84.033	210.273	150,2
Cédulas territoriales	4	111	23	1.050	1.413	767	-45,7
Bonos matador	3.519	2.363	2.915	1.363	0	16	-
<b>Total</b>	<b>141.902</b>	<b>285.975</b>	<b>207.885</b>	<b>290.169</b>	<b>1.776.388</b>	<b>3.976.687</b>	<b>123,9</b>

Fuente: CNMV.



## Anexos estadísticos II: Entidades financieras y servicios de inversión

Anexos  
Anexos estadísticos II

Número, partícipes, patrimonio y descomposición de la variación patrimonial de los fondos de inversión mobiliarios e inmobiliarios												
Importes en millones de euros												
Categoría	N.º fondos		N.º partícipes		Var. s/ dic-08		Var. s/ dic-08		Var. s/ dic-08		Pro-memoria:	
	2009	Var. s/ dic-08	2009	Var. s/ dic-08	2009	Var. s/ dic-08	2009	Var. s/ dic-08	2009	Var. s/ dic-08	Variación patrimonial debida a las suscripciones y los rendimientos netos <sup>2</sup>	
					Importe	Variación total (%) <sup>1</sup>	Importe	Importe	Importe	Suscrip. netas	Rdtos. netos	Distribución netas FI suscrip. (%)
Renta fija <sup>3</sup>	582	-47	2.041.487	-163.165	84.657	-8,8	-5.351	-7.479	2.128	-57,3		
Renta fija mixta <sup>4</sup>	169	-26	290.151	12.522	8.696	49,9	2.991	2.543	448	19,5		
Renta variable mixta <sup>5</sup>	165	-37	182.542	-27.240	3.880	-2,0	-1	-461	460	-3,5		
Renta variable euro <sup>6</sup>	182	-55	299.353	-78.192	6.322	6,5	1.032	-274	1.306	-2,1		
Renta variable internacional <sup>7</sup>	242	-88	458.097	-9.594	5.902	38,7	1.714	764	950	5,9		
Garantizado renta fija	233	-27	570.963	32.164	21.033	-1,2	-3.523	-3.249	-273	-24,9		
Garantizado renta variable <sup>8</sup>	561	-29	1.188.304	-214.644	25.666	-16,5	-4.555	-5.402	847	-41,4		
Fondos globales	187	-282	88.337	-355.963	3.873	-65,0	445	206	239	1,6		
De gestión pasiva <sup>9</sup>	69	69	85.403	85.403	3.217	100,0	326	-173	499	-1,3		
Retorno absoluto <sup>9</sup>	146	146	270.766	270.766	7.303	100,0	1.046	822	224	6,3		
<b>Total FI</b>	<b>2.536</b>	<b>-376</b>	<b>5.475.403</b>	<b>-447.943</b>	<b>170.548</b>	<b>-3,0</b>	<b>-5.875</b>	<b>-12.702</b>	<b>6.827</b>	<b>-97,3</b>		
FIICIL	37	-2	5.204	-3.312	631	-38,2	-347	-401	54	-3,1		
Fondos de inversión libre	28	5	1.890	301	646	19,7	109	46	62	0,4		
<b>Total fondos (Total FI+FIICIL+FIL)</b>	<b>2.601</b>	<b>-373</b>	<b>5.482.497</b>	<b>-450.954</b>	<b>171.825</b>	<b>-3,2</b>	<b>-6.113</b>	<b>-13.057</b>	<b>6.944</b>	<b>-100,0</b>		
<b>Fondos inmobiliarios</b>	<b>8</b>	<b>-1</b>	<b>83.583</b>	<b>-13.807</b>	<b>6.465</b>	<b>-12,7</b>	<b>-932</b>	<b>-321</b>	<b>-610,3</b>	<b>—</b>		
<b>IIC extranjer<sup>10</sup></b>	<b>582</b>	<b>19</b>	<b>680.983</b>	<b>89.394</b>	<b>24.340</b>	<b>35,2</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>		

Fuente: CNMV. (1) Para cada categoría, la variación patrimonial se debe a las suscripciones netas, a los rendimientos netos del patrimonio y al saldo neto patrimonial producido por los cambios en la vocación inversora. (2) El dato para los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto corresponde a los tres últimos trimestres del año. (3) Hasta 1T09 incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, renta fija internacional y monetarios. Desde 2T09 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios. (4) Hasta 1T09 incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional. (5) Hasta 1T09 incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional. (6) Hasta 1T09 incluye: Renta variable nacional y Renta variable euro. Desde 2T09 incluye: Renta variable euro (que ya incluye RVN). (7) Hasta 1T09 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EEUU, RVI Emergentes y RVI Otros. Desde 2T09: RVI. (8) Hasta 1T09: GRV. Desde 2T09: GRV y Garantía Parcial. (9) Nuevas categorías desde 2T09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos Globales. (10) En las magnitudes referidas las IIC extranjer<sup>10</sup> están incluidas sociedades y fondos. El dato de patrimonio para las IIC extranjer<sup>10</sup> se refiere al volumen de inversión que es el resultado de multiplicar el número de acciones y participaciones comercializadas en España por su valor a final de año.

## Cartera de los fondos: peso en el saldo vivo de valores españoles

II.2

	%					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Renta variable cotizada<sup>1</sup></b>	<b>5,2</b>	<b>4,9</b>	<b>4,1</b>	<b>3,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>
<b>Renta fija privada<sup>2</sup></b>	<b>11,2</b>	<b>10,2</b>	<b>8,8</b>	<b>8,1</b>	<b>4,8</b>	<b>4,1</b>
Corto plazo	43,7	46,5	40,2	38,1	28,4	31,3
Largo plazo	5,5	4,8	4,5	3,6	2,5	2,8
<b>Renta fija pública</b>	<b>4,8</b>	<b>4,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>
Corto plazo <sup>3</sup>	11,7	12,1	9,0	6,6	14,5	7,8
Largo plazo	3,9	3,3	3,3	2,9	1,9	3,1

Fuente: CNMV y Banco de España. (1) Las cifras están a valor de realización. El dato de saldo vivo corresponde a la capitalización de los valores nacionales en el mercado continuo, corros y MAB. (2) En el caso de la renta fija, los importes son nominales. (3) No incluye las adquisiciones temporales de activos.

## Gastos repercutidos a los fondos de inversión de carácter financiero

II.3

% sobre patrimonio medio diario

	Comisión de gestión			Comisión de depósito <sup>1</sup>		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>1,00</b>	<b>0,87</b>	<b>0,87</b>	<b>0,09</b>	<b>0,08</b>	<b>0,09</b>
Renta fija	0,61	0,58	0,63	0,08	0,08	0,08
Renta fija mixta	1,13	1,14	1,14	0,09	0,09	0,09
Renta variable mixta	1,54	1,54	1,58	0,10	0,11	0,10
Renta variable euro	1,65	1,60	1,75	0,10	0,10	0,10
Renta variable internacional	1,79	1,69	1,79	0,12	0,12	0,12
Garantizado renta fija	0,62	0,49	0,65	0,08	0,07	0,08
Garantizado renta variable	1,30	1,29	1,26	0,10	0,11	0,11
Fondos globales	1,16	1,04	1,08	0,10	0,09	0,08
De gestión pasiva <sup>2</sup>	—	—	—	—	—	—
Retorno absoluto <sup>2</sup>	—	—	—	—	—	—
<b>FIICIL</b>	<b>1,15</b>	<b>1,63</b>	<b>1,34</b>	<b>0,06</b>	<b>0,11</b>	<b>0,10</b>
<b>Fondos de inversión libre<sup>3</sup></b>	<b>1,39</b>	<b>2,50</b>	<b>2,45</b>	<b>0,33</b>	<b>0,16</b>	<b>0,10</b>

Fuente: CNMV. (1) Excepto en los fondos de inversión libre, que son las comisiones de financiación. (2) No se incluye las comisiones, ya que esa vocación entró en vigor con la Circular 1/2009, a partir del segundo trimestre de 2009. Sin embargo, la información es utilizada para el cálculo de las comisiones del total de fondos de inversión. Los fondos de gestión pasiva que tienen historia son los ETF, cuya comisión de gestión fue del 0,18% del patrimonio medio diario en 2009, tres puntos básicos superior al de 2008, y la comisión de depósito fue del 0,03%, un punto básico mayor al de 2008. (3) Las comisiones mostradas son el porcentaje sobre el patrimonio medio mensual.

## Evolución de las rentabilidades y las suscripciones netas de los fondos de inversión

II.4

Rentabilidad en % y suscripciones netas en millones de euros

	2005		2006		2007		2008		2009	
	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas
Renta fija <sup>1</sup>	1,8	5.323	2,0	-9.423	2,7	-5.852	2,1	-22.333	1,9	-7.479
Renta fija mixta <sup>2</sup>	5,0	2.346	4,2	1.539	2,0	-1.942	-7,1	-6.222	6,9	2.543
Renta variable mixta <sup>3</sup>	11,9	-545	10,3	-855	2,8	-1.277	-22,2	-3.325	16,5	-461
Renta variable euro <sup>4</sup>	21,3	620	27,3	-4.058	6,1	-5.071	-39,8	-5.759	32,4	-274
Renta variable internacional <sup>5</sup>	25,0	2.310	13,2	2.972	1,3	-586	-41,7	-5.348	37,3	764
Garantizado renta fija	1,7	-354	0,8	1.019	2,8	2.715	3,3	2.438	3,8	-3.249
Garantizado renta variable <sup>6</sup>	4,0	4.694	4,7	-3.021	2,5	-3.605	-2,6	-11.672	3,6	-5.402
Fondos globales	6,2	3.928	4,0	7.302	1,6	-6.259	-8,6	-15.181	10,9	206
De gestión pasiva <sup>7</sup>	—	—	—	—	—	—	—	—	—	-173
Retorno absoluto <sup>7</sup>	—	—	—	—	—	—	—	—	—	822
<b>Total FI</b>	<b>6,1</b>	<b>18.322</b>	<b>5,6</b>	<b>-4.525</b>	<b>2,7</b>	<b>-21.878</b>	<b>-4,2</b>	<b>-67.402</b>	<b>5,7</b>	<b>-12.702</b>
FIICIL	—	—	—	1	-1,0	1.006	-15,4	351	7,4	-401
Fondos de inversión libre	—	—	—	—	2,2	378	-5,4	131	15,1	46
<b>Total fondos (Total FI+FIICIL+FIL)</b>	<b>6,1</b>	<b>18.322</b>	<b>5,6</b>	<b>-4.524</b>	<b>2,7</b>	<b>-20.494</b>	<b>-4,3</b>	<b>-66.921</b>	<b>5,8</b>	<b>-13.057</b>
<b>FIAMM</b>	<b>1,2</b>	<b>-739</b>	<b>1,2</b>	<b>-3.878</b>	<b>2,1</b>	<b>-54.629</b>	—	—	—	—
<b>Fondos Inmobiliarios</b>	<b>6,7</b>	<b>1.304</b>	<b>5,4</b>	<b>1.808</b>	<b>6,0</b>	<b>1.673</b>	<b>1,6</b>	<b>-1.267</b>	<b>-8,3</b>	<b>-321</b>
<b>Pro memoria: importe comercializado por las entidades españolas y las extranjeras residentes</b>										
IIC extranjeras	—	6.766	—	11.770	—	6.435	—	-10.016	—	3.291

Fuente: CNMV. (1) 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. (2) Hasta 1T09 incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional. (3) Hasta 1T09 incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional. (4) Hasta 1T09 incluye: Renta variable nacional y Renta variable euro. Desde 2T09 incluye Renta variable euro (que ya incluye RVN). (5) Hasta 1T09 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EEUU, RVI Emergentes y RVI Otros. Desde 2T09: RVI. (6) Hasta 1T09: GRV. Desde 2T09: GRV y Garantía parcial. (7) Nuevas categorías desde 2T09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.

<b>IIC extranjeras comercializadas en España</b>			II.5
	2008	2009	Var. (%)
<b>Número de instituciones</b>	563	582	3,4
<b>Número de inversores</b>	591.589	680.983	15,1
<b>Volumen de inversión (millones de euros)</b>	18.001,8	24.339,5	35,2
<b>Distribución por país de origen</b>			
Alemania	16	17	6,3
Austria	28	27	-3,6
Bélgica	5	5	0,0
Francia	161	178	10,6
Holanda	1	1	0,0
Irlanda	63	64	1,6
Luxemburgo	274	275	0,4
Malta	1	1	0,0
Reino Unido	14	14	0,0

Fuente: CNMV.

<b>Sociedades gestoras de IIC (SGIIC): altas y bajas en 2009</b>		II.6
Sociedad gestora de IIC	Grupo de control	
<b>Altas</b>		
Altamar Gestión Alternativa, SGIIC, S.A.	Altamar	
Neila Capital Partners, SGIIC, S.A.	Independiente	
<b>Bajas</b>		
Gestifondo, SGIIC, S.A.	Nordkapp	
Harcourt Investments, SGIIC, S.A.	Vontobel	

Fuente: CNMV.

<b>ESI extranjeras con pasaporte comunitario: Estado miembro de origen<sup>1</sup></b>	II.7	
	2008	2009
<b>Numero de ESI extranjeras operantes en España</b>		
Libre prestación de servicios	1.781	1.886
Sucursales	37	36
<b>Distribución según el Estado de origen</b>		
<b>Libre prestación de servicios</b>		
Alemania	31	33
Austria	28	25
Bélgica	9	9
Bulgaria	0	1
Chipre	15	17
Dinamarca	9	11
Eslovenia	1	1
Estonia	0	1
Finlandia	5	4
Francia	44	45
Grecia	8	8
Holanda	60	63
Hungría	0	1
Irlanda	39	46
Italia	5	5
Liechtenstein	1	3
Luxemburgo	15	16
Malta	1	2
Noruega	23	24
Portugal	8	8
Reino Unido	1.470	1.553
Rumanía	0	1
Suecia	9	9
<b>Sucursales</b>		
Alemania	1	1
Francia	2	3
Holanda	2	1
Luxemburgo	2	2
Polonia	1	1
Portugal	2	2
Reino Unido	27	26

Fuente: CNMV. (1) Países indicados en las comunicaciones de ESI de Estados Miembros de la UE y autorizaciones de ESI de Estados no miembros de la UE.

**Altas y bajas de sociedades y agencias de valores, sociedades gestoras de cartera, empresas de asesoramiento financiero y ESI extranjeras con sucursal. 2009**

II.8

Entidad	Grupo de control
<b>Sociedades y agencias de valores</b>	
<b>Altas</b>	
OMEL Mercados, A.V., S.A.	Independiente
Talenta Gestión, A.V.	Independiente
Able & Baker, A.V., S.A.	Independiente
Harcourt Investments, A.V., S.A.	Vontobel Holding AG
<b>Bajas</b>	
Skandia Multigestión, A.V., S.A.	Skandia
Mutuactivos, S.A., S.V.	Mutua Madrileña
Winvalor, A.V.	Axa
Rothschild Gestión A.V., S.A.	Rothschild Bank
Aviva Valores, A.V., S.A.	Aviva
<b>Sociedades gestoras de cartera</b>	
<b>Bajas</b>	
Baninver, S.A., SGC	Independiente
<b>Empresas de asesoramiento financiero</b>	
Abante Consejeros Financieros Independientes EAFI, S.A.	Independiente
Javier Kessler Saiz, EAFI	Independiente (persona física)
Capitalia Familiar, EAFI, S.L.	Independiente
Troy Consultores Asociados, EAFI, S.L.	Independiente
Ad-Hoc Asesores Financieros, EAFI, S.A.	Independiente
Wealth Management Solutions, EAFI, S.L.	Independiente
360 Alfa Partners Advisors, EAFI, S.L.	Independiente
Valor Óptimo, EAFI, S.L.	Independiente
Quantica Empresa de Asesoramiento Financiero Independiente, EAFI, S.A.	Independiente
Afinet Global, EAFI, S.A.	Independiente
Asesores Patrimoniales Navarra C2, EAFI, S.L.	Independiente
Lamothe & Zunzunegui EAFI, S.L.	Independiente
Salvador Cervilla García, EAFI	Independiente (persona física)
Dracon Partners, EAFI, S.L.	Independiente
Diverinvest Asesoramiento, EAFI, S.L.	Independiente
Iadvise Partners, EAFI, S.L.	Independiente
<b>ESI extranjeras con sucursal</b>	
<b>Altas</b>	
EdRIM Solutions, S.A., Sucursal en España	Edmond de Rothschild
Novus Capital Markets Limited, Sucursal en España	Novus
<b>Bajas</b>	
Daiwa Securities SMBC Europe Limited, Sucursal en España	Daiwa Securities
WestLB Mellon Asset Management (UK) Limited, Sucursal en España	WestLB AG/The Bank of New York Mellon
ABN AMRO Asset Management (Netherlands) BV, Sucursal en España	ABN AMRO Holding

Fuente: CNMV.

### Cambios de control en sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de cartera. 2009

II.9

Entidad	Adquiriente
<b>Tomas de control por entidades financieras españolas</b>	
Fineco, S.V., S.A.	BBK <sup>1</sup>
<b>Tomas de control por entidades financieras extranjeras</b>	
Capital at Work, A.V., S.A.	Foyer, S.A. <sup>2</sup>

Fuente: CNMV. (1) Adquiere el 60% de la sociedad. (2) País de origen: Luxemburgo.

### ESI españolas con pasaporte comunitario. Estado Miembro de acogida<sup>1</sup>

II.10

	2008	2009
<b>Número de ESI con actuación transfronteriza</b>		
Libre prestación de servicios	33	36
Sucursales	2	2
<b>Distribución por países de la actuación transfronteriza de las ESI españolas<sup>2</sup></b>		
<b>Libre prestación de servicios</b>		
Alemania	16	18
Austria	5	6
Bélgica	12	13
Dinamarca	5	5
Finlandia	5	5
Francia	13	16
Grecia	6	7
Holanda	11	13
Irlanda	9	9
Islandia	3	3
Italia	12	14
Liechtenstein	1	1
Luxemburgo	11	12
Malta	0	1
Noruega	3	3
Portugal	19	21
Reino Unido	12	16
Suecia	6	6
<b>Sucursales</b>		
Reino Unido	1	1
Suecia	1	1

Fuente: CNMV. (1) Países indicados en las comunicaciones de libre prestación de servicios y en las autorizaciones de apertura de sucursales. (2) Número de ESI españolas que prestan servicios en otros Estados. Una misma entidad puede prestar servicios en uno o más Estados.

<b>Entidades de crédito extranjeras autorizadas para prestar servicios de inversión en España a 31 de diciembre de 2009. Estado Miembro de origen</b>		
	2008	2009
<b>Número de EC extranjeras que prestan servicios de inversión en España</b>		
<b>EC comunitarias</b>		
Libre prestación de servicios	348	359
Filiales de EC comunitarias en régimen de libre prestación de servicios	1	1
Sucursales	56	53
<b>EC extracomunitarias</b>		
Libre prestación de servicios	1	1
Sucursales	8	8
<b>Distribución según el Estado de origen</b>		
<b>Libre prestación de servicios</b>		
<b>EC comunitarias</b>		
Alemania	39	39
Austria	25	29
Bélgica	7	8
Chipre	3	3
Dinamarca	9	9
Finlandia	6	6
Francia	47	47
Grecia	1	1
Holanda	26	26
Hungría	4	4
Irlanda	27	29
Islandia	1	1
Italia	7	8
Liechtenstein	2	3
Luxemburgo	47	48
Malta	4	5
Noruega	3	3
Polonia	1	0
Portugal	11	11
Reino Unido	74	74
Suecia	4	5
<b>EC extracomunitarias</b>		
Suiza	1	1
<b>Filiales de EC comunitarias en régimen de libre prestación de servicios</b>		
Irlanda	1	1
<b>Sucursales</b>		
<b>EC comunitarias</b>		
Alemania	6	5
Bélgica	3	3
Dinamarca	1	1
Francia	14	12
Holanda	5	5
Irlanda	3	3
Islandia	1	0
Italia	2	2
Luxemburgo	4	4
Portugal	8	8
Reino Unido	8	9
Suecia	1	1
<b>EC extracomunitarias</b>		
Argentina	1	1
Brasil	1	1
Estados Unidos	4	4
Japón	1	1
Suiza	1	1

Fuente: Banco de España.



**Número de accionistas de las sociedades del Ibex 35<sup>1</sup> con participación significativa**

III.1

Entidades	Participación				
	3%-5%	5%-10%	10%-25%	25%-50%	50%-100%
Abengoa	—	—	—	—	1
Abertis	—	1	—	2	—
Acciona	1	—	—	—	1
Acerinox	3	1	3	—	—
ACS	—	3	3	—	—
Arcelor Mittal	—	1	—	—	—
BBVA	3	—	—	—	—
B. Sabadell	—	4	—	—	—
Banesto	—	—	—	—	1
B. Popular	—	3	1	—	—
B. Santander	1	1	—	—	—
Bankinter	—	1	2	—	—
BME	2	4	—	—	—
Criteria	—	—	—	—	1
Ebro Puleva	—	5	1	—	—
Enagás	—	6	—	—	—
Endesa	—	—	—	—	1
Ferrovial	—	—	—	1	—
FCC	1	1	—	—	1
Gamesa	1	2	1	—	—
Gas Natural	—	1	—	—	1 <sup>2</sup>
Gestevisión Telecinco	—	2	—	—	1
Grifols	—	4	1	—	—
Iberdrola Renovables	—	—	—	—	1
Iberdrola	—	2	1	—	—
Iberia	1	1	2	—	—
Indra	—	4	2	—	—
Inditex	1	1	—	—	1
Mapfre	1	—	1	—	1
OHL	—	—	—	—	1
REE	1	—	1	—	—
Repsol YPF	3	—	2	—	—
Sacyr Vallehermoso	2	4	3	—	—
Técnicas Reunidas	1	—	—	1	—
Telefónica	2	2	—	—	—
<b>Total</b>	<b>24</b>	<b>54</b>	<b>24</b>	<b>4</b>	<b>11</b>

Fuente: CNMV. (1) Composición del Ibex 35 al cierre del ejercicio. (2) Acción concertada entre La Caixa y Repsol.

Referencia	Resoluciones
(1/09)	<b>Orden Ministerial de 9 de febrero de 2009</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva de nacionalidad británica por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) de la LMV, por la comunicación con demora de una participación significativa en una sociedad cotizada por parte de un fondo de inversión por ella gestionado. Se le sanciona con multa de 15.000 euros.
(2/09)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 18 de marzo de 2009</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona jurídica, miembro del consejo de administración de una sociedad cotizada, por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) de la LMV, por la no comunicación a la CNMV de derechos de opción sobre acciones de dicha sociedad cotizada. Se concluye con la existencia de una infracción grave del artículo 100 j) de la LMV por incumplimiento del artículo 83 bis 4) del mismo texto legal –comunicaciones de administradores de sociedades cotizadas en materia de abuso de mercado–, y se le sanciona con multa de 30.000 euros.
(3/09)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 18 de marzo de 2009</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una ESI por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100 x) ter de la LMV –incumplimiento de normativa en materia de recomendaciones sobre sociedades emisoras de valores–. Se le sanciona con multa de 24.000 euros.
(4/09)	<b>Orden Ministerial de 22 de abril de 2009</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) de la LMV –comunicación con retraso de participaciones significativas–. Se le sanciona con multa de 150.000 euros.
(5/09)	<b>Orden Ministerial de 24 de abril de 2009</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una SICAV y a su presidente por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 80 f) de la LIIC, por operaciones con acciones propias incumpliendo los límites y condiciones legalmente establecidos. Se sanciona con amonestación pública a la SICAV, y con multa de 90.000 euros a su presidente.
(6/09)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 15 de septiembre de 2009</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad emisora y a los miembros de su consejo de administración por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 m) de la LMV, por el suministro a la CNMV de la información financiera regulada con datos inexactos o no veraces. Se declara la inexistencia de responsabilidad.
(7/09)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 15 de septiembre de 2009</b> Resuelve, en lo relativo a la infracción grave y a la inexistencia de infracciones muy graves, el expediente sancionador incoado a tres personas físicas por la presunta comisión de las siguientes infracciones: a las tres por una infracción muy grave del artículo 99 r) de la LMV –inexactitudes en un folleto de opa–, a dos de ellas por una infracción muy grave del artículo 99 p) de la LMV –no comunicación de participaciones significativas–, y a una de ellas por una infracción grave del artículo 100 b) de la LMV, por no contestar los requerimientos de la CNMV. Se sanciona con multa de 10.000 euros al autor de la infracción grave y se declara la inexistencia de la infracción del 99 r) en relación con dos de los expedientados, y del 99 p) en relación con uno de ellos.
(8/09)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 15 de septiembre de 2009</b> Resuelve, en lo relativo a las infracciones graves de los artículos 100 b) bis –no remisión en plazo del informe de gobierno corporativo– y 100 j) –información financiera regulada incompleta–, ambos de la LMV, el expediente sancionador incoado a una sociedad emisora y a los miembros de su consejo de administración. Se sanciona con multas por importe global de 3.000 euros a la sociedad y de 21.000 euros a los consejeros.
(9/09)	<b>Orden Ministerial de 2 de noviembre de 2009</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 o) de la LMV –utilización de información privilegiada–. Se le sanciona con multa de 31.103 euros.
(10/09)	<b>Orden Ministerial de 2 de noviembre de 2009</b> Resuelve, en lo relativo a la infracción muy grave del artículo 99 m) de la LMV –no remisión en plazo del informe financiero anual–, el expediente sancionador incoado a una sociedad emisora y a los miembros de su consejo de administración. Se sanciona a la sociedad con multa de 3.000 euros y a los consejeros con multas por importe global de 30.000 euros.
(11/09)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 25 de noviembre de 2009</b> Resuelve, en lo relativo a la infracción grave del artículo 100 t) de la LMV –incumplimiento de normas de conducta–, el expediente sancionador incoado a una sociedad emisora y a los miembros de su consejo de administración. Se sanciona a la sociedad con multa de 25.000 euros y a los consejeros con multas por importe global de 20.000 euros.
(12/09)	<b>Orden Ministerial de 9 de diciembre de 2009</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una SGIC y a su presidente por la presunta comisión de dos infracciones muy graves –letras d) y q) del artículo 80 de la LIIC– por incumplimientos en materia de recursos propios. Se sanciona a la sociedad con multas por importe global de 6.000 euros, y a su presidente con multas por importe global de 40.000 euros y suspensión en el ejercicio del cargo por un período total de 6 meses.

Fuente: CNMV.

**Relación de sentencias recaídas en recursos contencioso-administrativos (RCA) durante 2009 contra resoluciones en materia de sanciones**

III.3

N.º	Fecha	Tribunal	N.º de RCA	Acto Recurrido
1	27/01/2009	Tribunal Supremo	379/2002	Sentencia AN 14/03/2005
Declara la inadmisibilidad del recurso de casación interpuesto contra la sentencia de la Audiencia Nacional de 14 de marzo de 2005 que confirma la resolución del Ministro de Economía de 23 de mayo de 2002, que, a su vez, confirma en alzada la resolución del Consejo de la CNMV de 29 de noviembre de 2001 sobre sanción por infracción grave del artículo 100 x) LMV.				
2	05/03/2009	Audiencia Nacional	238/2008	Orden MEH 16/04/2008
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministro de Economía y Hacienda de 7 de febrero de 2008 por infracción muy grave del artículo 99 o) de la LMV, confirmada en reposición por resolución del mismo Ministerio de 16 de abril de 2008.				
3	10/06/2009	Audiencia Nacional	323/2008	Orden MEH 04/02/2008
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministro de Economía y Hacienda de 4 de febrero de 2008 por infracción muy grave del artículo 99 o) de la LMV, confirmada en reposición por resolución del mismo Ministerio de 30 de mayo de 2008.				
4	21/07/2009	Tribunal Supremo	683/2005	Sentencia AN 28/12/2007
Confirma en casación –unificación de doctrina– la resolución del Ministro de Economía y Hacienda de 18 de octubre de 2005 que, a su vez, confirma en alzada la resolución del Consejo de la CNMV de 29 de junio de 2005 sobre infracción grave del artículo 100 t) LMV, casando la Sentencia de la Audiencia Nacional de 28 de diciembre de 2007.				
5	23/09/2009	Audiencia Nacional	229/2007	Orden MEH 24/04/2007
Confirma las sanciones impuestas por Resolución del Consejo de la CNMV de 29 de diciembre de 2006 –por infracciones graves del artículo 100 b) de la LMV–, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía y Hacienda de 24 de abril de 2007, al tiempo que anula las sanciones impuestas por infracciones muy graves del artículo 99 e) de la LMV por Orden del Ministro de Economía y Hacienda de 29 de enero de 2007, confirmada en reposición por resolución del mismo Ministerio de 24 de abril de 2007.				
6	12/11/2009	Audiencia Nacional	216/2008	Orden MEH 24/01/2008
Estima parcialmente el RCA interpuesto contra la Resolución del Ministerio de Economía y Hacienda de 2 de abril de 2008, que confirma en reposición Orden del mismo Ministerio de fecha 24 de enero de 2008 sobre imposición de sanción por infracción muy grave del artículo 99 q) de la LMV, rebajando la cuantía de la sanción impuesta.				
7	18/11/2009	Audiencia Nacional	187/2009	Orden MEH 17/02/2009
Confirma las sanciones impuestas por resolución del Consejo de la CNMV de 26 de noviembre de 2008, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía y Hacienda de 17 de febrero de 2009, en relación con una infracción grave del artículo 100 b) bis de la LMV.				

Fuente: CNMV.

## Advertencias al público sobre entidades no registradas

III.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador / supervisor
<b>Advertencias de la CNMV sobre entidades no autorizadas</b>		
12/01/2009	WWW.GESTIONFOREX.COM	CNMV
16/02/2009	ASSOCIACIÓ CORPORATIVA D'EMPRESARIS IMMOBILIARIS	CNMV
09/03/2009	SYSTEM WORLD INVESTMENT CORP. (DEXTRAPLUS)	CNMV
16/03/2009	EVOLUTION MARKET GROUP INC (FINANZAS FOREX) PESMIR TRADING, S.A. WWW.PESMIRTRADING.COM	CNMV
27/04/2009	BANCO DE PESMIR TRADING STRATEGIC INVESTMENT GROUP	CNMV
04/05/2009	MORGAN FINCH INTERNATIONAL MORGAN FRANKLIN CONSULTANTS, S.L. HTTP://WWW.MORGANFINCH.NET/ MARTIN HOWARD ASSOCIATES, S.L.	CNMV
04/05/2009	GLOBAL VALORES	CNMV
21/12/2009	HTTP://WWW.GLOBALVALORES.ES RECOBOLSA, S.A. HTTP://WWW.RECOBOLSA.ES	CNMV
21/12/2009	CAPITALSYS	CNMV
21/12/2009	EUROPEAN MARKETING TEAM, S.L.	CNMV
<b>Advertencias al público remitidas a la CNMV por otros reguladores extranjeros</b>		
14/01/2009	MURRAY MILLER & JACOBSON DONALD WELSI (DR) RENEE GOSH, ESQ (MRS.) EVERTON TRUST BANK PLC CANARY TRUST SECURITY SKY PRIVATE SKY PRIVATE BANKING WWW.SKYPRIVATE.NET TAYLOR AND GRANT ASSOCIATES WWW.TAYLORANDGRANTASSOCIATES.COM UBALDI CHAMBERS UBALDI DINO ANDY GOZNY GREGORY COLE UBALDI DINO GREGORY COLE ANDY GOZNY UBALDI CHAMBERS CORPORATE FINANCE CHARLES BURNHAM FIRST UNION SECURITIES	FSC - ISLA DE MAN
14/01/2009	STEVEN PORTER AXIOM INTERNATIONAL WWW.AXIOMEXCHANGEFUND.COM CORE MARKET RESEARCH JAMES B. CLARKE ET CO. LTD JEFFERSON CARTER KINGSWAY FINANCIAL GROUP MORGAN CAPITAL PARTNERS TAYLOR AND GRANT ASSOCIATES ZIMMERMAN CONSULTANTS WAKEFIELD LIBERMAN BLUE NILE CONSULTING DAWSON JAMES SECURITIES	FSA - REINO UNIDO

**Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)** III.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador / supervisor
14/01/2009	GARRARD ASSOCIATES GLOBAL INVESTMENT ADVISORS HAWKES BARRATT ROSSI TRADING A/K/A HBR TRADING HUGO NUE CORP JACKSON BERNSTEIN ASSOCIATES LINCOLN VENTURES MATTHEWS & MEYERS GPS OIL (PETROLEUM UNLIMITED) NEW YORK FINANCIAL CORP NORTH POINT M & A ADVISORS LLC SWISS ATLANTIC SECURITIES AG	FSA - REINO UNIDO
14/01/2009	BAKER WHITFIELD ASSOCIATES WWW.BAKERWHITFIELD.COM THOMAS & HYDE CONSULTING WWW.THOMASANDHYDE.COM WEST RIDGE LIMITED WWW.WESTRIDGELIMITED.COM	SFSA - SUECIA
14/01/2009	FX RUN LTD. RICHARD BURGER DIRK HENDRIK REERINK	SSMA - ESLOVENIA
14/01/2009	ACM ADVANCED CURRENCY MARKETS (ACM SA) FX GREECE LTD	HCMC - GRECIA
14/01/2009	FELDMAN, MACKIE & CHAN LLC WWW.FELDMANMACKIECHAN.COM MAYNARD & BREEN INVESTMENT SERVICES WWW.MAYBRN.COM OMEGA CAPITAL MANAGEMENT WWW.OMEGACM.COM	SFC - HONG KONG
21/01/2009	NOR FINANS HTTP://WWW.NOR-FINANS.COM/	FSAN - NORUEGA
21/01/2009	KRISTEN HEATHER INVESTMENT PLC (ISLE OF MAN) KRISTEN HEATHER INVESTMENT FINANCE PLC WWW.LADBONLINE.COM KRISTEN HEATHER INVESTMENT FINANCE PLC KRISTEN HEATHER INVESTMENT PLC (ISLE OF MAN) WWW.LADBONLINE.COM	FSC - ISLA DE MAN
28/01/2009	LONG TERM FINANCIAL LTD.	HCMC - GRECIA
28/01/2009	ALEXANDER SOLUTIONS	DFSA - DINAMARCA
28/01/2009	ALEXANDER SOLUTIONS WWW.ALEXANDERSOLUTIONS.COM	SFSA - SUECIA
28/01/2009	QFX ABOLUTE RETURN FUND (JERSEY) LIMITED BBA CAPITA QFX (VARIOS FONDOS JERSEY)	JFSC - JERSEY
28/01/2009	BBA CAPITA QFX (VARIOS FONDOS JERSEY) QFX ABOLUTE RETURN FUND (JERSEY) LIMITED	JFSC - JERSEY
04/02/2009	STEED AND ASSOCIATES, INC. WWW.STEEDANDASSOCIATES.COM ATLANTIC EQUITY MANAGEMENT WWW.ATLANTICEM.COM	SFSA - SUECIA
04/02/2009	BAER INNES WWW.BAERINNES.COM INTER CREDIT GROUP WWW.INTER-CREDIT-GROUP.DE.PN HTTP://INTERCREDITGROUP.COM	FMA - AUSTRIA

<b>Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)</b>			III.4
<b>Fecha</b>	<b>Compañía sobre la que se advierte</b>	<b>Regulador / supervisor</b>	
04/02/2009	PALMER BROWN MANAGEMENT, INC. WWW.PALMER-BROWN.COM	SFSA - SUECIA	
11/02/2009	COOPER AND YORK WWW.COOPERANDYORK.HK	SFSA - SUECIA	
11/02/2009	FRASER RICHECOEUR AND FONDRE LLP	JFSC - JERSEY	
11/02/2009	NEWBURGH CAPITAL TRUST WWW.NEW-BURGH.COM NOBLE ADVISORY GROUP WWW.NOBLE-ADVISORYGROUP.COM CORNERSTONE WORLDWIDE WWW.CORNERSTONE-WORLDWIDE.COM	SFSA - SUECIA	
11/02/2009	FAIRFIELD & HAYS WWW.FAIRFIELDHAYS.COM	CBFA - BELGICA	
11/02/2009	HUNTER ROWE FINANCIAL	IFSRA - IRLANDA	
18/02/2009	STANFORD GROUP ASSOCIATES WWW.STANFORDGA.COM SATELLITE ACQUISITION CORP. WWW.SATACQCORP.COM	SFSA - SUECIA	
18/02/2009	OFFSHORE CAPITAL CONSERVATORS (JERSEY) LTD	JFSC - JERSEY	
25/02/2009	GUARDIAN ASSET MANAGEMENT LONDON EQUITIES	IFSRA - IRLANDA	
25/02/2009	CORNERSTONE WORLDWIDE HMG HOLDINGS LTD	SFC - HONG KONG	
11/03/2009	HCS WORLDWIDE HSC	AMF - FRANCIA	
11/03/2009	HSBC DUBAI TRADE LTD GAZ FIN WWW.GAZFIN.COM	FMA - AUSTRIA	
18/03/2009	GREEN VALLEY VENTURE CAPITALIST WWW.GVVENTURE.COM HARRISON FAIRMOUNT GLOBAL MERGERS & ACQUISITIONS INC WWW.HARRISONFAIRMOUNT.COM	SFSA - SUECIA	
18/03/2009	HG VENTURES	DFSA - DINAMARCA	
18/03/2009	JACOBY & ASSOCIATES PLC WWW.JACOBYASSOCIATESPLC.COM	SFSA - SUECIA	
18/03/2009	LEGACY GLOBAL WEALTH WWW.LEGACYGLOBALWEALTH.COM	CBFA - BELGICA	
18/03/2009	LEGACY GLOBAL WEALTH WWW.LEGACYGLOBALWEALTH.COM OLYMPIA LAW FIRM MERGERS & ACQUISITIONS WWW.OLYMPIA-LAWFIRM.COM	SFSA - SUECIA	
18/03/2009	PORTWAY CAPITAL WWW.PORTWAYCAPITAL.COM PRIVATE EQUITY PLACEMENT WWW.PRIVATEEQUITYPLACEMENT.COM PENINSULA CAPITAL LTD.	FMA - AUSTRIA	
25/03/2009	LONDON EQUITIES WWW.LONDON-EQUITIES.COM	CBF - BELGICA	
01/04/2009	LEGACY GLOBAL WEALTH	FMA - AUSTRIA	

<b>Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)</b>		
<b>Fecha</b>	<b>Compañía sobre la que se advierte</b>	<b>Regulador / supervisor</b>
01/04/2009	WWW.LEGACYGLOBALWEALTH.COM MYCREDITBROKERS HTTP://MYCREDITBROKERS.COM	FMA - AUSTRIA
01/04/2009	HIS COMMODITIES WWW.HISCOMMODITIES.COM IRS & PARTNERS WWW.IRSPARTNERS.COM NEXT FUTURES CO. LTD WWW.NEXTFUTURES.COM PENINSULA CAPITAL LTD. WWW.PENINSULACAPITALHK.COM WWW.YC28.COM	SFC - HONG KONG
01/04/2009	WWW.GLOBALVALORES.ES	CONAVAL - PANAMA
15/04/2009	GOLDSMITH & HARRIS WWW.GHASSET.COM MIDAS INTERNATIONAL WWW.MIDASWORLDWIDE.COM NEW YORK CAPITAL INVESTMENT WWW.NYCAPITALINVESTMENT.COM PARTNERS & RU ASSET MANAGEMENT WWW.PARTNERSRUASSETMANAGEMENT.COM SUMITOMO INTERNATIONAL WWW.SUMITOMOINT.COM	SFSA - SUECIA
15/04/2009	FLAGSHIP CONSOLIDATED WWW.FLAGSHIPCSLD.COM HONG KONG FINANCIAL SECURITIES BOARD WWW.HKFSB.ORG HONG KONG FINANCIAL SERVICES AUTHORITY WWW.HKFSA.ORG HUA-TONG FINANCE AND INVESTMENT COMPANY LIMITED WWW.HK-HUATONG.COM NORTH POINT CAPITAL WWW.NORTHPOINTCAPITALHK.COM WWW.AMTMARKETS.COM	SFC - HONG KONG
15/04/2009	OVERSEAS CREDIT COMMISSION UBP PRIVEE FINANCIAL GROUP	JFSC - JERSEY
22/04/2009	INTRA TECH CAPITAL WWW.INTRATECHCAPITAL.COM	SFSA - SUECIA
22/04/2009	LEHMAN BROTHERS & ASSOCIATES CORP.	DFSA - DINAMARCA
29/04/2009	GLOBAL ASSET GROUP WWW.GLOBAL-ASSET-GROUP.COM	SFSA - SUECIA
29/04/2009	BRENTWOOD GROUP LTD VEREIN ZUKUNFT NEU WWW.ZUKUNFT-NEU.EU	FMA - AUSTRIA
29/04/2009	ALLIANCE TRANSFER INC WWW.ALLIANCETRANSFERINC.COM GLOBAL FUTURES TRANSACTION INVESTMENT LIMITED WWW.GFTINVESTMENT.COM WORLD POINT INTERNATIONAL INVESTMENTS LIMITED WWW.ITGFX.COM WWW.ZFJHGOLD.COM	SFC - HONG KONG
29/04/2009	REALITY NATIONAL BANK	JFSC - JERSEY
06/05/2009	DUFRESNE AND ANDY INTERNATIONAL	SFSA - SUECIA

<b>Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)</b>		
<b>Fecha</b>	<b>Compañía sobre la que se advierte</b>	<b>Regulador / supervisor</b>
06/05/2009	WWW.DUFRESNEANDANDYINT.COM KNOLL RIDGE GROUP WWW.KNOLLRIDGEGROUP.COM MILTON WILLARD FINANCIALS WWW.MILTONWILLARD.COM MORGAN SINGLETON ASSOCIATES WWW.MORGANSINGLETON.COM PACIFIC RIM WEALTH MANAGEMENT WWW.PACIFICRIMWEALTHMGMT.COM	SFSA - SUECIA
06/05/2009	AHMPORN THONGPUU AMPAY KANOKNATHKHUN ATJAMAE POR-ORN CREDIT VERGADAIN KEB CREDIT LOAN EXCHANGE PATCHAREE PRECHARUN PATCHARI PRITCHAKUN SURIN WAANAA SURIN WANA T.Y.I.B WORRAPONG CHAMTJAIWONG	AFM - PAISES BAJOS (HOLANDA)
13/05/2009	DAMON AND CALLUS WWW.DAMONANDCALLUS.COM EUROPE VENTURES WWW.EUROPEVENTURES.COM FLAGSHIP CONSOLIDATED WWW.FLAGSHIPCSLD.COM GARDNER FINANCIAL TRADING WWW.GFINANCETRADING.COM	SFSA - SUECIA
20/05/2009	ALL PROPERTY LIMITED	FMA - AUSTRIA
20/05/2009	ALLCONI BANK ADMINISTRATION LTD DUFRESNE AND ANDY INTERNATIONAL INVESTOR RELATIONS CORP. INTRADAY INVESTMENT GROUP	
20/05/2009	FIRST PRIME GROUP LTD WWW.FIRSTPRIMEGROUP.COM FIRST PRIME INTERNATIONAL LTD WWW.FIRSTPRIMEGROUP.NET GARANT PARTNERS WWW.GARANTPARTNERS.COM HEATHWAY LIMITED WWW.HEATHWAYESCROW.COM PACIFIC WEALTH GLOBAL LTD WINSLOW TRADE WWW.WINSLOWESCROW.COM	SFC - HONG KONG
27/05/2009	FIRST NEVADA SECURITIES LTD. WWW.FIRSTNEVADASECURITIES.COM	SFSA - SUECIA
27/05/2009	FIRST PRIME GROUP WWW.FIRSTPRIMEGROUP.COM	AFM - PAISES BAJOS (HOLANDA)
27/05/2009	ROTHMAN CAPITAL WWW.ROTHMANCAPITAL.COM	SFSA - SUECIA
10/06/2009	ATLAS EQUITIES WWW.ATLASEQUITIES.COM SPARTACUS PRIVATE EQUITY GROUP	SFSA - SUECIA



<b>Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)</b>			III.4
<b>Fecha</b>	<b>Compañía sobre la que se advierte</b>	<b>Regulador / supervisor</b>	
10/06/2009	WWW.SPARTACUS-GROUP.COM EAST FINANCIAL GROUP INC. WWW.EASTFINANCIALGROUP.NET WELLESLEY INTERNATIONAL GROUP WWW.WELLESLEYINTERNATIONAL.COM OMEGA GLOBAL TRADING INC WWW.OMEGALTRADING.COM ARMSTRONG&KNIGHT WWW.ARMSTRONGKNIGHT.COM YOUNG CHOW FENG CORP. LTD. OPTION ONE INTERNATIONAL WWW.OPTIONONEINTERNATIONAL.COM	SFSA - SUECIA	
10/06/2009	BIRCHMORE GROUP WWW.BIRCHMOREGRP.COM	SFC - HONG KONG	
10/06/2009	ATLANTIS FINANCIAL WWW.ATLANTIS-FINANCIAL.COM	SFC - HONG KONG	
10/06/2009	GLENBURNIE INVESTMENTS LIMITED PORTLAND SERVICES LIMITED	GFSC - GIBRALTAR	
24/06/2009	CENTURY TRUST AND FINANCE (CFT) VIVIAN WISENECK ANTIQUES SUPERMARKET.COM HTTP://WWW.ANTIQUESSUPERMARKET.COM INTERCOM CORPORATE AND TRUST SERVICES WWW.INTERCOMFINANCE.COM CONSTRUCTION BANK LOVECHILDREN CHARITY & ORPHANAGE MARKETING SERVICES INTERNATIONAL	FSC - ISLA DE MAN	
24/06/2009	PLUS500 LTD, UNIVERSAL ENGINE LTD WWW.PLUS500.GR	HCMC - GRECIA	
24/06/2009	ATLAS EQUITIES WWW.ATLASEQUITIES.COM	FMA - AUSTRIA	
24/06/2009	DOYLE JOHN JOSEPH LLP WWW.DOYLEJOHNJOSEPH.COM AFFINITY GROUP SOLUTIONS WWW.AFFINITYGROUPSOLUTIONS.COM	SFSA - SUECIA	
24/06/2009	MCLEOD WALKER CAPITAL LTD WWW.MCLEODWALKER.COM	CBFA - BELGICA	
24/06/2009	SMART TRADE GROUP	DFSA - DINAMARCA	
01/07/2009	CARTER SINCLAIR LTD WWW.CARTER-SINCLAIR.COM HONG KONG YA-TONG FINANCE AND INVESTMENT CO. LTD. WWW.HK-YATONG.COM JADE ASIA INTERNATIONAL LTD WWW.JADE-ASIA.COM MARKETING SERVICES INTERNATIONAL WWW.MARKETINGSERVICESINTERNATIONAL.COM SUN BILLION LIMITED	SFC - HONG KONG	
01/07/2009	SULLIVAN INVESTMENT GROUP WWW.SULLIVANINVESTMENTS.CO.UK	CBFA - BELGICA	
01/07/2009	UMBS ONLINE BANK LIMITED	JFSC - JERSEY	
01/07/2009	AFFINITY GROUP SOLUTIONS	FSAN - NORUEGA	

<b>Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)</b>			III.4
<b>Fecha</b>	<b>Compañía sobre la que se advierte</b>	<b>Regulador / supervisor</b>	
01/07/2009	HTTP://WWW.AFFINITYGROUPSOLUTIONS.COM COMMERCE INVESTMENTS GROUP HTTP://WWW.COMMERCEINVESTMENTS.US	FSAN - NORUEGA	
15/07/2009	UNITED TRUST SOCIEDAD LIMITADA UNITED TRUST TRAINING & COACHING, SOCIEDAD LIMITADA BANQUE ROYALE LIMITED	FMA - AUSTRIA	
15/07/2009	MYERS-BRÜNING ASSOCIATES WWW.MYERS-BRUNING.COM	SFSA - SUECIA	
15/07/2009	SWISS KEY EQUITY CONSULT AG (SWITZERLAND) BAUER & WEISS ASSOCIATES (SWITZERLAND AND THE UNITED KINGDOM	IFSRA - IRLANDA	
15/07/2009	BRADLEY HILL HOLDINGS LIMITED WWW.BRADLEYHILLHOLDINGS.COM CRESTON FINANCIAL GROUP GMBH TAKAHASHI NAKAMURA ASSOCIATES WWW.TAKAHASHINAKAMURA.COM WORLD ASIAN TRADING LIMITED	SFC - HONG KONG	
22/07/2009	GOLDENBERG LIMITED HONG KONG FINANCIAL TRADING AUTHORITY WWW.HKFTA.ORG OPTIONS AND FUTURES EASTERN TRADING LIMITED WWW.OFEASTERN.COM PACIFIC RIM WEALTH MANAGEMENT WWW.PACIFICRIMWEALTHMGMT.COM WWW.KGTOUSHIN.COM	SFC - HONG KONG	
22/07/2009	HCS WORLDWIDE WWW.HCSWORLDWIDE.COM	FMA - AUSTRIA	
29/07/2009	SULLIVAN INVESTMENT GROUP WWW.SULLIVANINVESTMENTS.CO.UK	CBFA - BELGICA	
29/07/2009	ANGLO IRISH ASSOCIATES WWW.ANGLOIRISHASSOC.COM	JFSC - JERSEY	
29/07/2009	CAPITAL FINANCE (CHANNEL ISLANDS) LIMITED WWW.CAPITALFIN.ORG BTF WEALTH MANAGEMENT BTF WEALTH MANAGEMENT CAPITAL FINANCE (CHANNEL ISLANDS) LIMITED WWW.CAPITALFIN.ORG	FSC - ISLA DE MAN	
12/08/2009	PARKER & BOYD LTD. WWW.PARKERBOYD.COM	SFSA - SUECIA	
12/08/2009	HE-XIN FINANCE AND INVESTMENT WWW.HEXINCOPY.COM	SFC - HONG KONG	
12/08/2009	EUROPE VENTURES WWW.EUROPEVENTURES.COM UNITED OPEC BANKS/ORIGINAL FINE MINT WWW.BRITISHMINT.COM WWW.BRITISHPETRO.COM WWW.LLOYDSFUNDS.COM WWW.UNITEDOPECBANKS.ORG WWW.OPECFUNDS.COM WWW.OPECBANKERS.ORG	FMA - AUSTRIA	
19/08/2009	CD EQUITIES GLOBAL EQUITIES PARTNERSHIP GREEN CARE INVESTMENTS	IFSRA - IRLANDA	

<b>Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)</b>			III.4
<b>Fecha</b>	<b>Compañía sobre la que se advierte</b>	<b>Regulador / supervisor</b>	
19/08/2009	OCEANICKY CORPORATION INC DR ARUN RAAJ PHULL	FSC - ISLA DE MAN	
19/08/2009	FILEAMIN INVEST LTD. FILEAMIN LIMITED FILEAMIN LIMITED FILEAMIN INVEST LTD.	FSAN - NORUEGA	
19/08/2009	CAPITALSYS WWW.CAPITALSYS.COM	SFSA - SUECIA	
02/09/2009	GLOBAL INTERNATIONAL TRADING WWW.GLOBALINTERNATIONALTRADING.COM	AFM - PAISES BAJOS (HOLANDA)	
02/09/2009	INTER EURO CREDIT HTTP://INTEREUROCREDIT.COM JAMES B. CLARKE & CO LTD. WWW.JBC.SITE90.COM WORLD CAPITAL SOLUTIONS WWW.WORLDCAPITALSOLUTIONS.COM MERIDIAN CAPITAL ENTERPRISES LTD. WWW.MERIDIAN-CAPITAL.COM	FMA - AUSTRIA	
09/09/2009	HONG KONG FOREIGN FINANCIAL FUND COMPANY WWW.FOREIGNFINANCIAL-HK.COM MIDAS INTERNATIONAL WWW.MIDASWORLDWIDE.COM PLUS 500 WWW.PLUS500.COM WWW.500AFFILIATES.COM SMART INTERNATIONAL HONG KONG LIMITED WWW.SMART8888.COM WWW.SUNLONGHK.COM	SFC - HONG KONG	
16/09/2009	PBBC FINANCE, MALI AMOH Y SURIN FINANCING	AFM - PAISES BAJOS (HOLANDA)	
16/09/2009	DAVENPORT CHADWICK & CO. LTD RMN (CYPRUS) LTD ZAMMIT FINANCIAL MANAGEMENT GROUP NIKKIMATT LTD ORION FINANCIAL SERVICES LTD AQUILA FINANCIAL SERVICES COMPANY CONSTANT FINANCIAL SERVICES (OVERSEAS) LTD	CYSEC - CHIPRE	
16/09/2009	DUBAI INTERNATIONAL INVESTMENT & TRADING HTTP://WWW.DUBAI-INT.COM/ HTTP://WWW.DUBAIFINANCIALTRUST.COM/	FMA - AUSTRIA	
23/09/2009	CLT SOLUTIONS HTTP://WWW.CLTSOLUTIONS.COM	FSAN - NORUEGA	
23/09/2009	MJM INVESTMENTS MONTGOMERY BLAKE & ASSOCIATES THE MORGAN STERN GROUP	IFSRA - IRLANDA	
23/09/2009	BBA CAPITA ASSET MANAGEMENT (JERSEY) LIMITED	JFSC - JERSEY	
30/09/2009	PEREGRINE CAPITAL LIMITED	SSMA - ESLOVENIA	
30/09/2009	AGROMICRON LIMITED WWW.AGROMICRON.COM ANGLOASIA CAPITAL MANAGEMENT LIMITED WWW.CHOSUNFUND.COM WWW.KORYOASIA.COM CHOSUNFUND LIMITED WWW.CHOSUNFUND.COM WWW.KORYOASIA.COM	SFC - HONG KONG	

**Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)**

III.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador / supervisor
30/09/2009	KORYO ASIA LIMITED WWW.KORYOASIA.COM WWW.CHOSUNFUND.COM LOGICAL CLEARING LIMITED LOYAL RELATIONS (HONG KONG) THE BRIDGEWAY GROUP INTERNATIONAL WWW.BRIDGEWAYGROUPINTI.COM THOMAS MOORE WWW.THOMASMOORE.BIZ	SFC - HONG KONG
07/10/2009	HAMLAND BANK (ISLE OF MAN) HTTP://WWW.HAMLANDBANK.COM MCDUGLAS CONSTRUCTION (HOLDING) LTD WWW.MCDUGLASCONSTRUCTION.CO.UK JOHN K NICHOLAS THE PACIFICWEST FINANCIAL CLEARING HOUSE BRITISH FINANCIAL SUPERVISION COMMISSION POTENTIAL OIL ENERGY AND GAS INC WWW.POTENTIALOIL-ENERGYGAS.CO.UK DR GRAY BEN	FSC - ISLA DE MAN
07/10/2009	INDEX EASY WWW.INDEX-E.COM MORRIS AND KENT MERGERS AND ACQUISITIONS WWW.MORRISKENT.COM THE STERN GROUP WWW.THESTERNGRP.COM UNITED SUCCESS FINANCIAL LIMITED WWW.USF-ONLINE.COM WWW.ZFZQTZ.COM	SFC - HONG KONG
07/10/2009	NFINVEST HTTP://WWW.NFINVEST.COM/SI/	SSMA - ESLOVENIA
07/10/2009	NEWORLD WEALTH MANAGEMENT WWW.NEWORLDWEALTH.COM	CBFA - BELGICA
07/10/2009	NSCB LUXEMBOURG S.A. HTTP://WWW.NSCB-BANK.LU	CSSF - LUXEMBURGO
07/10/2009	LEMANIUM SA HTTP://LEMANIUM.COM	FSAN - NORUEGA
14/10/2009	PENN CAPITAL MANAGEMENT, LTD.	FMA - AUSTRIA
14/10/2009	SMITH SHORE & JENKINS, LLC WWW.SMITHSJ.COM	SFSA - SUECIA
14/10/2009	INTERNATIONAL CONSULTING SERVICES WWW.INTCONSERV.COM	JFSC - JERSEY
14/10/2009	TRANEN CAPITAL, LTD. HTTP://TRANENCAPITAL.COM	FSAN - NORUEGA
14/10/2009	QUALITY INVESTMENTS B V NUF	FSAN - NORUEGA
14/10/2009	SIGMA FOREX WWW.SIGMAFOREX.COM	GFSC - GIBRALTAR
14/10/2009	RICHARD-BLENDMONDE WWW.RICHARDBLENDMONDE.COM SWIFT TECH CAPITAL WWW.SWIFTTECHCAPITAL.COM FINANCIAL SERVICES REGULATOR OF HONG KONG	SFC - HONG KONG

**Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)**

III.4

Anexos  
Anexos estadísticos III

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador / supervisor
14/10/2009	WWW.FSRHK.ORG HENTSCH & MULLER WWW.HENTSCH-MULLER.COM	SFC - HONG KONG
21/10/2009	PARK EAST CAPITAL WWW.PARKEASTCAPITAL.COM	FSAN - NORUEGA
21/10/2009	PGM MERGERS & ACQUISITIONS WWW.PGMADVISORY.COM	SFSA - SUECIA
21/10/2009	ALPHA GROUP WWW.AG-ALPHAGROUP.COM BELTWAY M & A WWW.BELTWAYMA.COM DAWSON AND RAYMOND M & A WWW.DAWSONANDRAYMONDMA.COM ROCKWOOD M & A WWW.ROCKWOODMA.COM SIGMAFOREX.COM WWW.SIGMAFOREX.COM THE CASTLETON GROUP WWW.CASTLETONGRP.COM	SFC - HONG KONG
21/10/2009	DIRECT EURO CREDIT WWW.CAPITALDIRECT4YOU.E7.TO WWW.DEPO12H.US.PN COBA EURO CREDIT WWW.TANCE24.DE.PN WWW.RONNI24H.CH.PN	FMA - AUSTRIA
28/10/2009	DENKO GROUP WWW.DENKOGROUP.COM ORACLE EQUITY MANAGEMENT WWW.ORACLEEM.COM	SFSA - SUECIA
28/10/2009	ABACUS MARKETING SERVICES WWW.ABACUSMARKETINGSERVICES.COM MONTGOMERY BLAKE & ASSOCIATES WWW.MONTGOMERYBLAKE.COM MORRIS COMMODITIES WWW.MORRISCOMMODITIES.COM THE HONG KONG COMMODITY TRADING BOARD WWW.HKCTB.ORG WWW.KGSLD.COM	SFC - HONG KONG
04/11/2009	SIGMA FOREX WWW.SIGMAFOREX.COM THE PACIFICWEST FINANCIAL CLEARING HOUSE BRITISH FINANCIAL SUPERVISION COMMISSION LOVECHILDREN CHARITY & ORPHANAGE CONSTRUCTION BANK	FSC - ISLA DE MAN
04/11/2009	FUKUMOTO, TOSHIHIRO & PTNRS. FUT. TRAD. (FTP FUTURES) WWW.FTPFUTURES.COM MORRIS COMMODITIES WWW.MORRISCOMMODITIES.COM PARAGON INTERNATIONAL WWW.PARAGON-INTERNATIONAL.COM STEMARK LIMITED	SFC - HONG KONG
04/11/2009	ALPHA SECURITIES S.A.	HCMC - GRECIA
04/11/2009	VANTAGE EQUITY WWW.VANTAGEEQUITY.COM	CBFA - BELGICA

**Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)** III.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador / supervisor
04/11/2009	MJM INVESTMENTS WWW.MJMINVESTMENTS.NET BUSINESS COORDINATION SERVICE - TRADING BVBA PARKER & BOYD LTD. WWW.PARKERBOYD.COM	CBFA - BELGICA
04/11/2009	CAPITALSYS WWW.CAPITALSYS.COM TRUST SOLUTIONS LTD.	FMA - AUSTRIA
11/11/2009	EASY EURO CREDIT WWW.ERIM123.C4.TO WWW.CANADA.C4.TO WWW.MORVEDRE.6X.TO	FMA - AUSTRIA
11/11/2009	BRIDGE INVESTMENT NETWORK HTTP://WWW.BRIDGEINVEST.DK/	DFSA - DINAMARCA
11/11/2009	INTERNATIONAL EQUITIES ORGANIZATION WWW.INTL-EQUITIES.ORG THE MOLLINS GROUP WWW.THEMOLLINSGROUP.COM	SFC - HONG KONG
11/11/2009	SHIGESUKE WWW.SHIGESUKE.NET	CBFA - BELGICA
18/11/2009	PARK EAST CAPITAL WWW.PARKEASTCAPITAL.COM FUNK VERSICHERUNGMAKLER AG WWW.TOPFONDS.BIZ	FMA - AUSTRIA
18/11/2009	PHILIP KNIGHT & CO BVBA BORSA FINANCIAL WWW.BORSAFINANCIAL.COM	CBFA - BELGICA
18/11/2009	MEVIDEOCY LTD. HTTP://WWW.500AFFILIATES.COM HTTP://WWW.PLUS500.COM POSREDOVANJE, ONASSIS ALEX, S.P. HTTP://WWW.ONASSIS.SI/INDEX.HTML	SSMA - ESLOVENIA
25/11/2009	HARVEY CAPITAL PARTNERS HTTP://HARVEYCPT.COM/	DFSA - DINAMARCA
25/11/2009	GREENINDEX INTERNATIONAL LTD. WWW.GREENINDEX-INTERNATIONAL.COM	CBFA - BELGICA
02/12/2009	IFOREX HTTP://IFOREX.COM FOREX CAPITAL MARKETS HTTP://HTTP://FXCM.COM FOREX MACRO HTTP://FGINFOCLS.COM AVA FINANCIAL LTD HTTP://WWW.AVAFX.COM STARTFOREX HTTP://WWW.STARTFOREX.COM FX DIRECT DEALER HTTP://WWW.FXDD.COM INTERBANK FX HTTP://BR.IBFX.COM FINEXO GLOBAL INVESTMENTS WWW.FINEXO.COM FOREXWEB TRADER GLOBAL INVESTMENTS	CVM - BRASIL

<b>Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)</b>			III.4
<b>Fecha</b>	<b>Compañía sobre la que se advierte</b>	<b>Regulador / supervisor</b>	
02/12/2009	WWW.FOREXWEBTRADER.COM FXYARD LIMITED WWW.FOREXYARD.COM ACTIVTRADES PLC WWW.ACTIVTRADES.COM RETAILFX LIMITED WWW.ETORO.COM ONLINE-PLACE AND/OR FOREX PLACE WWW.4XP.COM IFC MARKETS CORP WWW.IFCMARKETS.COM COMPANHIA INTERNATIONAL FOREX CLUB FOREX CLUB INTERNATIONAL BUSINESS COMPANY WWW.FXCLUB-BRASIL.COM UFXBANK WWW.UFXBANK.COM	CVM - BRASIL	
02/12/2009	GRUPO INMOBILIARIO VERHOME S.A. DE C.V. (INVERGROUP) MXBK GROUP S.A. DE C.V. MEXBANK FINANCIERA S.A. DE C.V. MEXBANK S.A. DE C.V. W.M. ADVISORS YAKEY MX, S.A. DE C.V. SUES CONSULTORES Y ASOCIADOS, S.C. (GRUPO SUES) FOREX.COM MEXFOREX S.A. DE C.V. CONSTRUCCIONES MAURI SA DE CV (SITMA, GRUPO INMOBILIARIO) FONDOS DE INVERSIÓN DOT FONDOS CAPITAL INSTITUTE, S.C. DE R.L. (CAPITALBANK) IMPULSA ZION, S.A. DE C.V. (INVERSIÓN) INVERBAN, S.A. DE C.V.	CNBV - MÉXICO	
02/12/2009	IBERIA SECURITIES WWW.IBERIASECURITIES.COM PELL FUTURES WWW.PELL-FUTURES.COM	FSAN - NORUEGA	
02/12/2009	STANLEY BRIGHTMORE WWW.STANLEYBRIGHTMORE.COM CD EQUITIES	CBFA - BELGICA	
09/12/2009	ETERNITY FUNDS WWW.ETERNITYFUNDS.COM EUROWORK LTD WWW.EUROWORKFINANCE.COM	AMF - FRANCIA	
09/12/2009	ALMA FOREX WWW.ALMAFOREX.COM ASIA DRAGON GROUP WWW.ASIADRAGONGROUP.COM CHERRYSHARES WWW.CHERRYSHARES.COM	SFC - HONG KONG	
09/12/2009	OLYMPIA LAW FIRM WWW.OLYMPIA-LAWFIRM.COM	CBFA - BELGICA	
09/12/2009	ALLIED PARTNERS FINANCIAL GROUP INC. WWW.ALLIEDPARTNERSFG.COM	SFSA - SUECIA	
16/12/2009	ALPHA FINANCE WWW.ALPHAFINANCEUK.COM	HCMC - GRECIA	

**Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)** III.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador / supervisor
16/12/2009	MASTERSEEK CORP. WWW.MASTERSEEK.COM WWW.MASTERSEEK.SE	SFSA - SUECIA
23/12/2009	EVERCREST LAW FIRM & MANAGEMENT WWW.EVERCREST.US	SFSA - SUECIA
23/12/2009	ALLIED FINANCE AND DEVELOPMENT BANK HTTP://ALLIEDFINANCE.AFDBS.COM/ACCESS BLACK DIAMOND EQUITY GROUP	JFSC - JERSEY
<b>Otras advertencias al público remitidas por reguladores extranjeros</b>		
14/01/2009	HTTP://THOMASHYIPINVEST.COM/ WWW.ZURICHPLC.ORG.UK/HOME/EBANKING.HTM VARIOS ISLA DE MAN MARGARET MOORE MICHAEL FERRELL / MICHAEL FERRAR SOPHIE BARNES	FSC - ISLA DE MAN
14/01/2009	VARIOS ESTADOS UNIDOS	SEC - ESTADOS UNIDOS
24/06/2009	WWW.ALIL-IM.COM VARIOS ISLA DE MAN	FSC - ISLA DE MAN
29/07/2009	VARIOS ISLA DE MAN	FSC - ISLA DE MAN
19/08/2009	HTTP://WWW.IOSC-US.COM/ WWW.CNBANTC.COM	FSC - ISLA DE MAN
09/09/2009	VARIOS ESTADOS UNIDOS	SEC - ESTADOS UNIDOS
07/10/2009	VARIOS ISLA DE MAN	FSC - ISLA DE MAN
28/10/2009	VARIOS MÉXICO	CNBV - MÉXICO
16/12/2009	MR RICHARD DAVID ARTHUR	JFSC - JERSEY

Fuente: CNMV.



## A Legislación española

### A.1 Comisión Nacional del Mercado de Valores

**Resolución de 21 de enero de 2009**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV<sup>1</sup>.

Esta resolución modifica el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV, escindiendo el Departamento de Supervisión en dos departamentos especializados por el tipo de entidad a supervisar: el Departamento de Supervisión de Empresas de Servicios de Inversión y de Entidades de Crédito y Ahorro y el Departamento de Supervisión de Instituciones de Inversión Colectiva y Entidades de Capital Riesgo. La reforma pretende adecuar la estructura de la supervisión de entidades de la CNMV a la tipología de las entidades supervisadas, prevenir de forma más eficaz los riesgos de su actividad y acomodar los medios disponibles para la supervisión al creciente número de entidades.

El Departamento de Supervisión de Empresas de Servicios de Inversión y Entidades de Crédito y Ahorro tiene atribuidas las funciones relativas a: i) la supervisión e inspección de las empresas de servicios de inversión, sus sucursales y sus agentes o apoderados y ii) la supervisión e inspección de las entidades de crédito, sus sucursales y sus agentes o apoderados en sus actuaciones relacionadas con los mercados de valores.

El Departamento de Supervisión de Instituciones de Inversión Colectiva y Entidades de Capital Riesgo tiene atribuidas las funciones relativas a: i) la supervisión e inspección de las instituciones de inversión colectiva, sus sociedades gestoras, agentes o apoderados, así como sus entidades depositarias y ii) la supervisión e inspección de las entidades de capital-riesgo, así como sus sociedades gestoras.

### A.2 Mercados primarios

**Real Decreto 716/2009, de 24 de abril**, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero<sup>2</sup>.

1 <http://www.boe.es/boe/dias/2009/01/27/pdfs/BOE-A-2009-1314.pdf>.

2 <http://www.boe.es/boe/dias/2009/05/02/pdfs/BOE-A-2009-7352.pdf>.

Esta norma desarrolla principalmente la Ley 2/1981, de 25 de marzo, del Mercado Hipotecario, que había sido modificada en 2007. Pueden destacarse los siguientes aspectos:

- Se reconoce a las sucursales españolas de entidades de crédito autorizadas en otro Estado Miembro la posibilidad de emitir participaciones hipotecarias, siempre que sean sobre créditos o préstamos garantizados con inmuebles situados en España; y se recogen las condiciones que deben cumplir las hipotecas o derechos reales similares sobre inmuebles situados en otros países de la Unión Europea en garantía de préstamos o créditos concedidos por entidades españolas.
- Por otro lado, se concretan las condiciones que deben cumplir los préstamos y créditos hipotecarios que sirven de base a la emisión de títulos del mercado hipotecario. Se destaca que la relación entre el principal del préstamo y el valor de tasación del inmueble residencial hipotecado puede superar el 80% cuando se mitigue el riesgo de crédito a través de otros instrumentos (seguros de crédito, avales bancarios, etc.). También se reconoce expresamente la posibilidad de emitir participaciones hipotecarias sobre préstamos total o parcialmente vencidos.
- Se deja claro que mediante la emisión de participaciones hipotecarias se produce una verdadera cesión de la parte del crédito hipotecario que se participa. Se aclara, además, que cada uno de los títulos de participación hipotecaria representa una participación en un crédito particular, no en un grupo de créditos.
- Se desarrolla el registro contable especial de los préstamos y créditos hipotecarios y activos de sustitución que respaldan las cédulas y bonos hipotecarios, así como de los instrumentos derivados vinculados a ellos. Este registro contable, que está a cargo de las propias entidades emisoras, pretende incrementar la seguridad jurídica en caso de concurso del emisor.
- Se flexibiliza significativamente la posibilidad de operar en el mercado hipotecario con valores propios, si bien se incrementan los requisitos de transparencia a este respecto.
- Se establece que aquellos préstamos y créditos hipotecarios que sean susceptibles de servir de base a las emisiones de cédulas, bonos y participaciones hipotecarias no pueden servir de base a la emisión de certificados de transmisión de hipoteca.

### A.3 Mercados secundarios oficiales de valores y otros sistemas de negociación

**Orden EHA/1421/2009, de 1 de junio**, por la que se desarrolla el artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de información relevante<sup>3</sup>.

Esta norma desarrolla la regulación de la LMV sobre información relevante, la cual se define como aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario. La Orden también habilita a la CNMV para que desarrolle algunos aspectos mediante circular.

La Orden establece, en primer lugar, criterios para valorar el grado de relevancia potencial de una información y su posible identificación como información relevante. Estos criterios son los siguientes:

- La magnitud relativa del hecho, decisión o conjunto de circunstancias en la actividad del emisor.
- La relevancia de la información en relación con los factores determinantes del precio de los valores emitidos.
- Las condiciones de cotización de los valores emitidos.
- El hecho de haber considerado relevante en el pasado información de tipo similar.
- El efecto de variación en los precios que tuvo la información del mismo tipo difundida en el pasado.
- La importancia que otorgan los análisis externos existentes sobre el emisor a ese tipo de información.
- La existencia de indicios racionales de que se está produciendo una difusión prematura, parcial o distorsionada de la operación con incidencia en los precios o volúmenes negociados.

En segundo lugar, se establecen varios principios y deberes generales de actuación para los emisores de valores en relación con la difusión de información relevante, pudiéndose destacar los siguientes:

- Los emisores deben actuar con neutralidad, aplicando los mismos criterios a las informaciones relevantes con independencia de que puedan influir de manera favorable o adversa en la cotización de un valor.
- Los emisores deben difundir toda información relevante tan pronto como sea conocido el hecho, se haya adoptado la decisión o firmado el acuerdo o contrato con terceros de que se trate, con independencia de que la información relevante se haya originado o no en el seno del emisor.
- En cuanto a la determinación de aquellos casos en que, como establece la LMV, la información relevante debe ser comunicada a la CNMV con anterioridad a su publicación, para no perturbar el normal desarrollo de las operaciones y evitar que se ponga en peligro la protección de los inversores, la Orden precisa que se perturba el normal desarrollo de las operaciones cuando se producen alteraciones extraordinarias de los precios de cotización.

En tercer lugar, la Orden establece algunos criterios generales relativos al contenido de las comunicaciones de información relevante, regulando en particular la información relevante relativa a proyecciones, previsiones y estimaciones.

En cuarto lugar, la Orden obliga a que los emisores designen un interlocutor autorizado, al que la CNMV pueda consultar o solicitar información sobre información relevante.

Por último, se establece expresamente que se infringe la normativa sobre información relevante en aquellos casos en que, sin comunicarlo simultáneamente a la

CNMV, se difunda información relevante a través de reuniones con inversores o accionistas, presentaciones a analistas de inversiones o periodistas y, en general, profesionales de los medios de comunicación.

**Circular 4/2009, de 4 de noviembre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre comunicación de información relevante<sup>4</sup>.

La Circular desarrolla las facultades otorgadas a la CNMV por la Orden Ministerial de información relevante, la cual a su vez desarrolla el artículo 82 de la LMV, normas todas ellas que se refieren al comportamiento de los emisores a la hora de comunicar una información relevante a los inversores.

Hasta este momento, las entidades venían remitiendo hechos relevantes y otras comunicaciones en función del contenido de la información que se comunicaba; a partir de ahora desaparece la posibilidad de mandar la información a través del procedimiento de "Otras comunicaciones", ya que la remisión de información debe ajustarse a supuestos que puedan influir de forma sensible en la cotización de un valor.

Asimismo, se establece la forma y el procedimiento para realizar estas comunicaciones, y se introduce un canal de comunicación directo y en tiempo real entre el emisor y la CNMV a través de la figura del interlocutor, que deberá ser nombrado por las entidades emisoras antes del 12 de diciembre de 2009, y que facilitará la puesta a disposición del público de la información relevante de manera inmediata y con un contenido cierto, completo, claro y siempre que sea posible cuantificado. Preferentemente, los emisores realizarán sus comunicaciones a través de un sistema telemático.

Se prevé la modificación de los hechos relevantes ya comunicados y, con carácter excepcional, la posibilidad de eliminar la comunicación de un hecho relevante. La Circular también incorpora un listado no exhaustivo e indicativo de posibles hechos relevantes.

#### **A.4 Fondos de titulización**

**Circular 2/2009, de 25 de marzo**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de titulización<sup>5</sup>.

Mediante esta norma se dictan reglas específicas relativas a la contabilidad, formato y contenido de las cuentas anuales e informes de gestión de los fondos de titulización, con objeto de ampliar su régimen de transparencia. La Circular, que se adapta con carácter general a los principios contables del Código de Comercio y del Plan General de Contabilidad, tiene igualmente en cuenta las especificidades de estas instituciones, y en particular el hecho de que el valor patrimonial neto de los fondos de titulización es nulo, tal y como se establece en la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria. Por ello, se sustituye el estado de cambios en el patrimonio

<sup>4</sup> <http://www.boe.es/boe/dias/2009/11/12/pdfs/BOE-A-2009-18005.pdf>.

<sup>5</sup> <http://www.boe.es/boe/dias/2009/03/31/pdfs/BOE-A-2009-5317.pdf> y <http://www.boe.es/boe/dias/2009/06/27/pdfs/BOE-A-2009-10578.pdf>.

neto, previsto en el Código de Comercio, por el estado de ingresos y gastos reconocidos, que presentará los conceptos que con arreglo al Plan General de Contabilidad deben registrarse en el patrimonio neto. En su sección tercera, la Circular incluye otras normas específicas que toman en consideración la estructura legal y operativa de los fondos de titulización.

En cuanto a los plazos con que debe remitirse la información financiera, se establece que aquellos fondos de titulización cuya constitución requiera folleto presentarán la información financiera con carácter semestral, mientras que los demás lo harán con periodicidad anual. También se exige cierta información estadística con carácter trimestral. La Circular también incluye los modelos concretos de estados financieros públicos, cuentas anuales e información estadística.

### **A.5 Empresas de servicios de inversión y otras entidades del mercado de valores**

**Resolución de 7 de octubre de 2009**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre los registros mínimos a mantener por las empresas que presten servicios de inversión<sup>6</sup>.

Se trata de una lista de los registros que deben mantener las empresas que prestan servicios de inversión, que se publica porque así lo prevé el artículo 32.1 del Real Decreto 217/2008, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión. No obstante, serán las propias entidades en cualquier caso las que deberán analizar si los registros propuestos son suficientes para, por un lado, posibilitar el debido cumplimiento de las obligaciones que les impone la normativa vigente y, por otro, para que la autoridad supervisora pueda llevar a cabo convenientemente su labor, no pudiendo, por lo tanto, ampararse en el cumplimiento de llevanza de los registros contenidos en esta resolución para eximirse de la responsabilidad que pudiera derivarse de no resultar éstos suficientes o adecuados en función de las características particulares de cada empresa.

La Resolución contempla los siguientes registros: de actividad y de organización; de clientes; de contratos; de evaluación de la idoneidad; de evaluación de la conveniencia; de órdenes; de operaciones; de confirmaciones; de operaciones acumuladas; de estados periódicos; de instrumentos financieros de clientes; de efectivo de clientes; de comunicaciones publicitarias; de informes de inversiones; de conflictos de interés; de informes de cumplimiento normativo, de gestión de riesgos y de auditoría interna; de gestión de reclamaciones; de precios de cotización; de operaciones personales; de información sobre incentivos; de asesoramiento de inversión; de relaciones de representación; de procedimientos de cumplimiento.

**Circular 5/2009, de 25 de noviembre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que regula el informe anual del auditor sobre protección de activos de clientes<sup>7</sup>.

La Circular desarrolla el Real Decreto 217/2008, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, en lo relativo al informe anual del auditor sobre protección de activos de clientes que debe aportarse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el cual obliga a los auditores externos a formular una opinión

6 <http://www.boe.es/boe/dias/2009/10/21/pdfs/BOE-A-2009-16730.pdf>.

7 <http://www.boe.es/boe/dias/2009/12/08/pdfs/BOE-A-2009-19770.pdf>.

sobre la adecuación de los procedimientos y sistemas de control que las entidades deben tener implementados. El informe, además de ser aplicable a las empresas de servicios de inversión, también resulta de aplicación a las entidades de crédito en lo relativo a los instrumentos financieros de los clientes, pero no en lo relativo a los fondos de efectivo.

La Circular define la estructura del informe, la metodología y las áreas que el auditor externo deberá revisar para comprobar el cumplimiento de los requisitos establecidos en la normativa. El auditor deberá resumir las pruebas realizadas sobre los instrumentos y los fondos de los clientes, así como señalar las debilidades significativas y excepciones identificadas, las limitaciones al alcance y las recomendaciones puestas de manifiesto por el auditor. El auditor envía su informe directamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

**Real Decreto 1819/2009, de 27 de noviembre**, por el que se modifica el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores<sup>8</sup>.

Este Real Decreto trae causa de la modificación de los importes garantizados por el Fondo de Garantía de Inversiones que tuvo lugar por medio del Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre. Para evitar que el incremento de la cobertura por inversor hasta un importe de 100.000 euros suponga un incremento de la aportación que las entidades deben hacer por cada cliente al Fondo de Garantía de Inversiones, se establece ahora un nuevo sistema de cálculo, toda vez que el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, a la hora de fijar estas aportaciones, empleaba como elemento de cálculo un porcentaje sobre el importe garantizado que legalmente se incrementó.

**Real Decreto 1820/2009, de 27 de noviembre**, por el que se modifican el Real Decreto 361/2007, de 16 de marzo, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de la participación en el capital de las sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y sociedades que administren sistemas de registro, compensación y liquidación de valores y el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre<sup>9</sup>.

Este Real Decreto desarrolla, en lo que se refiere a las empresas de servicios de inversión (ESI), la Ley 5/2009, de 29 de junio, relativa al régimen de participaciones significativas en entidades financieras. El régimen de participaciones significativas de las entidades financieras constituye, como es sabido, un control administrativo previo, en el caso de las ESI a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que tiene por objeto evaluar, a efectos prudenciales, la identidad, honorabilidad y solvencia de los accionistas más significativos de las entidades. En este sentido, paralelamente a otros decretos similares aprobados para los demás tipos de entidades financieras, esta norma regula cómo se habrán de computar las participaciones en las ESI para determinar lo que se considera una participación significativa. También se enumeran los criterios de acuerdo con los cuales la Comisión Nacional del Mercado de Valores elaborará y publicará una lista en la que se determinará el contenido de la información que podrá exigir para evaluar la adquisición de una par-

<sup>8</sup> <http://www.boe.es/boe/dias/2009/11/28/pdfs/BOE-A-2009-18997.pdf>.

<sup>9</sup> <http://www.boe.es/boe/dias/2009/12/07/pdfs/BOE-A-2009-19672.pdf>.

tipificación significativa. Estas informaciones harán relación al adquirente potencial, la adquisición propuesta, la financiación de la adquisición y a aspectos relativos a la honorabilidad comercial y profesional de administradores y directivos que vayan a dirigir la actividad de la ESI como consecuencia de la adquisición propuesta. En aquellos supuestos en que se produzca un cambio de control, se especificará un plan de negocio que detallará el impacto de la adquisición en el gobierno corporativo, en la estructura y en los recursos disponibles, en los órganos de control interno y en los procedimientos para la prevención del blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo.

Por otra parte, esta norma contiene algunas previsiones adicionales y específicas para las empresas de servicios de inversión. Se adapta el capital exigible a los agentes que sean personas jurídicas y se establecen los modelos de estados de información reservada que las entidades que prestan servicios de inversión deben remitir a la CNMV en lo que respecta a sus operaciones en el mercado de valores.

Finalmente, se modifica el régimen de participaciones significativas de las sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y sociedades que administren sistemas de registro, compensación y liquidación de valores, para adaptarlo al régimen general de las entidades financieras, aunque se mantienen algunas especialidades, como la posibilidad de que la CNMV se oponga a participaciones significativas en estas sociedades por parte de adquirentes cuyo país de origen no garantice la reciprocidad.

## A.6 Instituciones de inversión colectiva

**Circular 1/2009, de 4 de febrero**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre las categorías de IIC en función de su vocación inversora<sup>10</sup>.

En desarrollo del artículo 30.2 de la Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva, la CNMV establece en esta Circular las categorías de IIC en función de su vocación inversora con un doble objetivo: de información estadística y de información a los inversores sobre el perfil de riesgo de la IIC y sobre los activos en que invierte.

La categoría de una IIC queda establecida con arreglo a una doble clasificación: clasificación por tipo de IIC y clasificación por su vocación inversora. Los tipos de IIC son los siguientes: fondos y sociedades de inversión ordinarias, IIC subordinadas, IIC que invierten mayoritariamente en otras IIC, IIC que replican o reproducen un determinado índice bursátil o índice de renta fija y, por último, los fondos cotizados. Las diferentes vocaciones inversoras de las IIC, que se definen en el anexo de la Circular, son las siguientes: monetario, renta fija euro, renta fija internacional, renta fija mixta euro, renta fija mixta internacional, renta variable mixta euro, renta variable mixta internacional, renta variable euro, renta variable internacional, IIC de gestión pasiva, garantizado de rendimiento fijo, garantizado de rendimiento variable, de garantía parcial, de retorno absoluto y, finalmente, la vocación inversora global, que se configura como residual respecto de las anteriores. La determinación de la vocación inversora de la IIC se determina por la política de inversión de la IIC definida en su folleto explicativo y no por la composición de su cartera.

<sup>10</sup> <http://www.boe.es/boe/dias/2009/02/18/pdfs/BOE-A-2009-2742.pdf>.



**Circular 3/2009, de 25 de marzo**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el contenido del informe semestral de cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión de los depositarios de instituciones de inversión colectiva<sup>11</sup>.

Esta Circular desarrolla el artículo 60 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, que establece entre las obligaciones de los depositarios la de asumir ante los partícipes o accionistas la función de vigilancia de la gestión realizada por las sociedades gestoras de los fondos de inversión o por los administradores de las sociedades de inversión. En este sentido, se desarrolla la regulación prevista en el Reglamento de IIC relativa al informe semestral que debe enviarse a la CNMV, sobre el cumplimiento de esta función de vigilancia y supervisión, precisándose el alcance de la revisión que ha de llevar a cabo el depositario, así como el concepto de anomalía de especial relevancia.

**Real Decreto 1818/2009, de 27 de noviembre**, por el que se modifica el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre<sup>12</sup>.

Este Real Decreto desarrolla, en lo que se refiere a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC), la Ley 5/2009, de 29 de junio, relativa al régimen de participaciones significativas en entidades financieras. El régimen de participaciones significativas de las entidades financieras constituye un control administrativo previo, en el caso de las SGIIC a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que tiene por objeto evaluar, a efectos prudenciales, la identidad, honorabilidad y solvencia de los accionistas más significativos de las entidades.

La norma regula, paralelamente a otros decretos similares aprobados para los demás tipos de entidades financieras, cómo se habrán de computar las participaciones en las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva para determinar lo que se considera una participación significativa. También se enumeran los criterios de acuerdo con los cuales la Comisión Nacional del Mercado de Valores elaborará y publicará una lista en la que se determinará el contenido de la información que podrá exigir para evaluar la adquisición de una participación significativa. Estas informaciones harán relación al adquirente potencial, la adquisición propuesta, la financiación de la adquisición y a aspectos relativos a la honorabilidad comercial y profesional de administradores y directivos que vayan a dirigir la actividad de la sociedad gestora como consecuencia de la adquisición propuesta; en aquellos supuestos en que se produzca un cambio de control, se desarrollará un plan de negocio que detallará el impacto de la adquisición en el gobierno corporativo, en la estructura y en los recursos disponibles, en los órganos de control interno y en los procedimientos para la prevención del blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo.

**Circular 6/2009, de 9 de diciembre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre control interno de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y sociedades de inversión<sup>13</sup>.

11 <http://www.boe.es/boe/dias/2009/04/20/pdfs/BOE-A-2009-6555.pdf> y <http://www.boe.es/boe/dias/2009/05/12/pdfs/BOE-A-2009-7831.pdf>

12 <http://www.boe.es/boe/dias/2009/12/07/pdfs/BOE-A-2009-19671.pdf>.

13 <http://www.boe.es/boe/dias/2009/12/21/pdfs/BOE-A-2009-20499.pdf>.



Esta norma parte del artículo 43 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (LIIC), que exige que sus sociedades gestoras (SGIIC) cuenten con una buena organización administrativa y contable, con medios humanos y técnicos adecuados, así como con procedimientos y mecanismos de control interno. La Circular, que es aplicable a las SGIIC y a las SICAV autogestionadas, desarrolla con amplitud las obligaciones de control interno para todas las actividades de estas entidades y establece la necesidad de adoptar políticas y procedimientos en relación con el cálculo del valor liquidativo; la valoración de activos; la selección de los intermediarios financieros; la actuación de los miembros de su consejo de administración, empleados, representantes y apoderados; el sistema retributivo y de fijación de incentivos; la comunicación interna y externa; las operaciones vinculadas; los riesgos asociados a la delegación de funciones; la disposición de los activos de las IIC; la custodia y administración del depositario; la actividad de préstamo de valores; el departamento de atención al cliente; la comercialización de participaciones y acciones de las IIC; la prevención del blanqueo de capitales; el riesgo derivado de la interrupción inesperada de funciones esenciales; la seguridad de la información; y el ejercicio de derechos inherentes a los valores integrantes de las carteras de las IIC.

La Circular establece que el control interno de estas entidades incluye las funciones de gestión de riesgos, cumplimiento normativo y auditoría interna, y detalla el contenido de estas funciones, las cuales deben ejercerse manteniendo un principio de separación respecto al resto de actividades de la entidad. Asimismo, se permite la delegación de estas funciones con sujeción a ciertas normas. Así, no se podrá delegar la función de gestión de riesgos o la de cumplimiento normativo en el depositario ni en la misma entidad en la que el depositario haya delegado a su vez sus funciones; ni tampoco puede delegarse la función de auditoría interna en el auditor externo o en la entidad en la que se haya delegado la función de gestión de riesgos.

La Circular determina que corresponde al consejo de administración de estas entidades la obligación de organizar eficazmente las políticas de control interno de estas entidades. También establece la obligación de que las entidades cuenten con manuales internos en los que se detallen las políticas de control interno, que deberán ser aprobados por el órgano de administración de la entidad.

## A.7 Medidas frente a la crisis económica

**Real Decreto-Ley 3/2009, de 27 de marzo**, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica<sup>14</sup>.

Esta norma introduce, principalmente, modificaciones en materia de derecho concursal ante los problemas jurídicos que, en el marco de la actual crisis económica, ha suscitado la aplicación de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (en adelante, LC). Se destacan a continuación los aspectos más importantes de la reforma en el ámbito concursal:

- *Acuerdos de refinanciación.* Se protegen los acuerdos de refinanciación, entendiéndose por tales aquellos acuerdos alcanzados por el deudor con un determinado número de acreedores, amparados en un plan de viabilidad que permite la continuidad de su actividad en el corto y medio plazo y que supone una ampliación

<sup>14</sup> <http://www.boe.es/boe/dias/2009/03/31/pdfs/BOE-A-2009-5311.pdf>.

significativa del crédito disponible o la modificación de sus obligaciones, por extensión del plazo acordado inicialmente o por sustitución de tales obligaciones por otras nuevas. Estos acuerdos de refinanciación quedarán excluidos del ámbito de la acción rescisoria prevista en el artículo 71.1 de la LC para los actos perjudiciales para la masa activa realizados por el deudor dentro de los dos años anteriores a la fecha de declaración del concurso. No obstante, los acuerdos de refinanciación deben cumplir las siguientes condiciones:

- El acuerdo deberá ser suscrito por acreedores cuyos créditos representen al menos tres quintos del pasivo del deudor a la fecha del acuerdo.
  - Deberá ir acompañado del informe de un experto independiente, designado por el Registro Mercantil, en el que se informará sobre la suficiencia de la información facilitada por el deudor, sobre la razonabilidad del plan de viabilidad y sobre la proporcionalidad de las garantías acordadas según condiciones de mercado.
  - El acuerdo de refinanciación debe formalizarse en instrumento público.
- *Créditos subordinados.* Otro aspecto de importancia consiste en la ampliación o redefinición de la categoría de créditos subordinados, que son aquéllos que merecen quedar postergados tras los ordinarios. Así, recibirán tal calificación ciertos créditos en aquellos casos en que el juez constate, previo informe de la administración judicial, que el acreedor obstaculiza de forma reiterada el cumplimiento del contrato en cuestión en perjuicio del interés del concurso. En relación con las personas especialmente relacionadas con el concursado, cuyos créditos tienen la consideración de subordinados, se aclara también que se considera que son personas especialmente relacionadas con el concursado persona jurídica los titulares, en el momento de nacimiento del crédito, del 5% o el 10% del capital social del concursado, según sea sociedad cotizada o no, así como los socios de las sociedades del grupo si reúnen los mismos requisitos.
  - *Convenio anticipado.* Se trata de incentivar más la figura del convenio anticipado. Sin perjuicio de que el deudor deba solicitar la declaración del concurso dentro de los dos meses siguientes a la fecha en que hubiera conocido o debido conocer su estado de insolvencia, se le reconoce al deudor un plazo adicional de tres meses para negociar las adhesiones necesarias para la admisión a trámite de una propuesta anticipada de convenio, siempre que el inicio de las negociaciones se haya comunicado oportunamente al juzgado competente. Se reduce también el número de adhesiones de acreedores requeridas para la admisión a trámite de la propuesta de convenio y se amplía el espectro de acreedores que podrán adherirse, permitiéndose ahora la adhesión de cualquier clase de acreedores, incluidos los subordinados.
  - *Convenio ordinario.* Se desburocratiza la negociación del convenio ordinario con la previsión de una tramitación escrita y la eliminación de la intervención no vinculante de la Administración en los concursos de empresas cuya actividad pueda tener especial transcendencia para la economía.
  - *Liquidación anticipada.* Se contempla la posibilidad de que el propio deudor presente una propuesta anticipada de liquidación para la realización de la masa con la finalidad de agilizar tal trámite y de evitar una posible degradación de los bienes por el transcurso del tiempo. De ser aprobada la propuesta por el juez

competente, éste podrá autorizar el pago de los créditos sin esperar a la conclusión de las impugnaciones que se hubiesen promovido.

- *Publicidad.* Se simplifica el régimen de publicidad edictal del concurso (anuncios en BOE y periódicos).
- *Retribuciones.* Se reajustan las retribuciones de los administradores concursales y se habilita al Gobierno para que, por medio de reglamento, establezca una retribución máxima.
- *Aspectos procesales.* Se generaliza el procedimiento abreviado.

**Real Decreto-Ley 6/2009, de 30 de abril**, por el que se adoptan determinadas medidas del sector energético y se aprueba el bono social<sup>15</sup>.

Este Real Decreto-Ley regula varios aspectos del sector eléctrico que exceden del objeto de este anexo.

Sí debe destacarse que, entre otros aspectos, el Real Decreto-Ley adopta medidas para solucionar el llamado déficit de tarifa del sector eléctrico, esto es, la diferencia entre las tarifas que pagan los consumidores y los costes reales de la energía, diferencia que es asumida por el Estado mediante el reconocimiento de derechos de cobro a largo plazo en favor del sector eléctrico. En lo que se refiere al mercado de valores, esta norma prevé la cesión de los derechos de cobro anteriormente mencionados al Fondo de Titulización del Déficit del Sistema Eléctrico, que emitirá sus correspondientes pasivos por medio de un mecanismo competitivo en el mercado financiero con la garantía del Estado.

**Real Decreto-Ley 9/2009, de 26 de junio**, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito<sup>16</sup>.

Esta norma parte de la base de que algunas entidades de crédito pueden llegar a ver comprometida su viabilidad en los próximos meses. En este contexto, el Real Decreto-Ley prevé la utilización de recursos públicos para acometer, cuando sea necesario, la reestructuración de algunas entidades de crédito y garantizar la solvencia del sistema financiero español en su conjunto. Se entiende por reestructuración la fusión de la entidad o bien el traspaso total o parcial del negocio mediante la escisión o la cesión global o parcial de activos y pasivos.

En relación con estos procesos de reestructuración de las entidades de crédito, el Real Decreto-Ley enuncia tres alternativas. En primer lugar, la búsqueda de una solución privada por parte de la entidad o entidades de crédito afectadas por las dificultades. En segundo lugar, la adopción de medidas con la participación de los fondos de garantía de depósitos en entidades de crédito, previa aprobación por parte del Banco de España de un plan para superar la situación. En tercer lugar, y ésta es la alternativa que propiamente se regula en esta norma, la sustitución de los administradores de las entidades y la utilización de recursos públicos para el saneamiento de aquellas a través del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), todo ello de acuerdo con un plan trazado por parte del Banco de España.

15 <http://www.boe.es/boe/dias/2009/05/07/pdfs/BOE-A-2009-7581.pdf>.

16 <http://www.boe.es/boe/dias/2009/06/27/pdfs/BOE-A-2009-10575.pdf>.

Adicionalmente, se prevé que el FROB, con la aprobación del Banco de España, pueda aportar recursos públicos para que las entidades de crédito que no necesiten reestructuraciones puedan abordar procesos de integración que racionalicen la estructura y eficiencia de las entidades.

Las inversiones realizadas por el FROB se materializarán en forma de participaciones preferentes convertibles en acciones, en cuotas participativas con derechos políticos o en aportaciones al capital social. Los correspondientes acuerdos de emisión deberán contemplar, asimismo, la convertibilidad de las participaciones preferentes a instancias del FROB si, antes del transcurso de un plazo de cinco años, el Banco de España considera improbable la recompra en ese plazo de estos activos por parte de la entidad. Estas inversiones del FROB quedan exentas de determinadas limitaciones u obligaciones legales tales como las limitaciones estatutarias del derecho de asistencia a juntas generales, las limitaciones del derecho de voto de las acciones que el FROB adquiera o suscriba, las limitaciones a la tenencia de cuotas participativas o el requisito de la intervención de las asambleas generales de las cajas de ahorros en la emisión de cuotas participativas.

**Orden EHA/3319/2009, de 10 de diciembre**, por la que se modifica la Orden EHA/3364/2008, de 21 de noviembre, por la que se desarrolla el artículo 1 del Real Decreto-Ley 7/2008, de 13 de octubre, de medidas urgentes en materia económico-financiera en relación con el Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro<sup>17</sup>.

De conformidad con el Real Decreto-Ley 7/2008, de 21 de noviembre, y con el Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro, las entidades de crédito han venido realizando emisiones de pagarés, bonos y obligaciones avalados por el Estado. Si bien este tipo de emisiones estaba previsto solamente hasta el 15 de diciembre de 2009, la Comisión Europea autorizó la prórroga del régimen de avales español. Mediante esta orden, en consecuencia, se habilita a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera para que prolongue el plazo durante el cual las entidades de crédito pueden emitir instrumentos financieros con aval del Estado.

**Orden EHA/3515/2009, de 29 de diciembre**, por la que se establecen las aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorro<sup>18</sup>.

El Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de entidades de crédito establece que las entidades de crédito deben aportar anualmente a los fondos de garantía el dos por mil de los depósitos garantizados de cada entidad, si bien se faculta al Ministerio de Economía y Hacienda para reducir estas aportaciones cuando el Fondo alcance una cuantía suficiente para el cumplimiento de sus fines. Esta norma hace uso de esta facultad en relación con el Fondo de Garantía de las Cajas de Ahorro y reduce las aportaciones al uno por mil de los depósitos garantizados.

17 <http://www.boe.es/boe/dias/2009/12/12/pdfs/BOE-A-2009-19950.pdf>.

18 <http://www.boe.es/boe/dias/2009/12/31/pdfs/BOE-A-2009-21166.pdf>.

Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles<sup>19</sup>.

Esta norma mercantil tiene un alcance general sobre las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles y, por tanto, es aplicable a las sociedades anónimas, de responsabilidad limitada, comanditarias simples y por acciones y colectivas. La norma entró en vigor el 4 de julio de 2009.

*En materia de fusiones*, se introducen algunas novedades, de entre las que pueden destacarse las siguientes:

- Sólo es necesario el informe de experto independiente cuando la sociedad resultante de la fusión sea anónima o comanditaria por acciones. Tampoco es necesario el informe de experto independiente sobre el proyecto de fusión cuando así lo hayan acordado la totalidad de los socios con derecho de voto de cada una de las sociedades que intervienen en la fusión (con la excepción de los supuestos de adquisiciones societarias apalancadas con fusión posterior).
- En caso de adquisiciones societarias apalancadas con fusión posterior, el informe de expertos debe determinar si existe asistencia financiera.
- En el caso de fusiones de sociedades de responsabilidad limitada deja de ser necesario el acuerdo favorable de al menos dos tercios de los votos correspondientes a las participaciones en que se divida el capital social.
- También debe hacerse una referencia al régimen de impugnación de la fusión. La Ley señala que *ninguna fusión podrá ser impugnada tras su inscripción siempre que se haya realizado de conformidad con las previsiones de esta ley*.
- En cuanto a las llamadas “fusiones especiales”, se modifica la regulación de la absorción de una sociedad íntegramente participada por la absorbente, asegurando una mayor tutela de los acreedores de sociedades que, aún sin fusionarse, pueden ver menoscabado su patrimonio neto como consecuencia de la fusión de otras sociedades del grupo. Se regula también la absorción de una sociedad participada al noventa por ciento por la absorbente.
- Se introduce, únicamente para las sociedades de capital, una nueva regulación sobre fusiones transfronterizas intracomunitarias, que resulta de la transposición de la Directiva 2005/56/CE, y cuyas notas más significativas son:
  - Los socios de las sociedades españolas participantes en una fusión transfronteriza intracomunitaria que voten en contra del acuerdo de una fusión cuya sociedad resultante tenga su domicilio en otro Estado Miembro podrán separarse de la sociedad.
  - Cuando la sociedad resultante de la fusión transfronteriza intracomunitaria esté sujeta a legislación española, el Registrador mercantil se asegurará de la correcta realización de los actos y trámites previos a la fusión de todas las socie-

<sup>19</sup> <http://www.boe.es/boe/dias/2009/04/04/pdfs/BOE-A-2009-5614.pdf>.

dades participantes, recabando certificaciones expedidas por las autoridades extranjeras competentes.

- En el Boletín Oficial del Registro Mercantil deberá publicarse, para cada una de las sociedades sujetas a legislación española que se fusionen, una indicación de las condiciones de ejercicio de los derechos de los acreedores y de los socios de las sociedades que se fusionen.
- En determinados casos, se reconoce el derecho de los trabajadores a participar e integrarse a través de sus representantes en los órganos societarios resultantes de la fusión transfronteriza intracomunitaria.

*En materia de escisiones*, se regula la figura de la segregación, que sigue el régimen jurídico de las escisiones, y que se diferencia de la escisión total y parcial en que en la segregación es la propia sociedad segregada y no sus socios quien recibe acciones, participaciones o cuotas de las sociedades beneficiarias.

Igualmente, resulta novedosa la regulación de la *cesión global de activo y pasivo*, por la cual una sociedad transmite en bloque todo su patrimonio a otra u otras a cambio de una contraprestación que no podrá consistir en acciones, participaciones o cuotas del cesionario. La contraprestación puede ser recibida por la sociedad cedente o directamente por sus socios. La tutela del socio se articula a través de la información que facilita el proyecto de cesión global y a través del sometimiento del acuerdo a algunos requisitos establecidos para la adopción del acuerdo de fusión; la tutela de los acreedores de las sociedades cedentes y cesionarias se proporciona a través del derecho de oposición y de la responsabilidad solidaria del cesionario hasta el límite del activo neto atribuido en la cesión y de la sociedad cedente ilimitadamente.

Asimismo, se unifica la normativa sobre *transformaciones* adoptándose la más amplia concepción de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada frente a la de la Ley de Sociedades Anónimas, en la medida en que se reconoce en todo caso un derecho de separación para los socios que no hubieran votado a favor del acuerdo de transformación. La Ley exige, con anterioridad a la adopción del acuerdo de transformación, la aprobación de un informe de los administradores que explique y justifique los aspectos jurídicos y económicos de la transformación, si bien este informe no será necesario cuando el acuerdo de transformación se adopte en junta universal y por unanimidad. La transformación no podrá tener lugar si se opusieran titulares de derechos especiales distintos de las acciones, de las participaciones o de las cuotas que no puedan mantenerse después de la transformación.

También se regula el *traslado internacional del domicilio social*, con escasas modificaciones sustanciales. Los administradores de la sociedad que pretenda trasladar el domicilio al extranjero redactarán y suscribirán un proyecto de traslado, así como un informe explicativo que estará a disposición de los socios.

Por otro lado, la Ley transpone la Directiva 2006/68/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de septiembre de 2006, por la que se modifica la Directiva 77/91/CEE del Consejo, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital. En particular, modifica, entre otros aspectos, *el régimen de acciones propias de la LSA* —aplicable también a la adquisición de acciones de la sociedad dominante—, de modo que el valor nominal de las acciones propias adquiridas directa o indirectamente no podrá ser superior al veinte por ciento o, si la sociedad fuese cotizada, al diez por ciento del capital

suscrito. No obstante, la adquisición de las acciones propias tampoco debe situar la cifra de patrimonio neto por debajo del importe del capital social y las reservas indisponibles.

También se introducen modificaciones en el *régimen de la ampliación de capital mediante aportaciones no dinerarias de las sociedades anónimas*: se deja de reconocer el derecho de suscripción preferente; se amplían las excepciones a la exigencia de informe del experto independiente en este tipo de ampliaciones y se prohíbe que el valor de la aportación que se haga constar en la escritura sea superior al valor determinado por el experto independiente, cuya responsabilidad también es objeto de regulación.

Por último, se suprime el *derecho de suscripción preferente de los titulares de obligaciones convertibles*, tanto para suscribir acciones como para suscribir nuevas obligaciones convertibles.

**Ley 5/2009, de 29 de junio**, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, y el texto refundido de la Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados, aprobado por el Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre, para la reforma del régimen de participaciones significativas en empresas de servicios de inversión, en entidades de crédito y en entidades aseguradoras<sup>20</sup>.

Esta norma se refiere principalmente al régimen de participaciones significativas de las entidades financieras, si bien se regulan igualmente, por medio de varias disposiciones adicionales, otras cuestiones relativas al sector financiero.

- *Participaciones significativas en las entidades financieras*: Se modifica la normativa sobre participaciones significativas en empresas de servicios de inversión, instituciones de inversión colectiva, entidades de crédito y entidades aseguradoras, como consecuencia de la transposición de la Directiva 2007/44/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de septiembre de 2007.
- La nueva normativa considera que son participaciones significativas las que surgen al alcanzar al menos un diez por ciento del capital o de los derechos de voto, frente al anterior umbral del cinco por ciento. Se introduce asimismo un nuevo deber de comunicación al supervisor de las participaciones que, no siendo significativas, supongan alcanzar o superar el umbral del cinco por ciento del capital o de los derechos de voto; este nuevo deber no activa el procedimiento de evaluación pero permite a los supervisores tener más información. En materia de seguros también se sustituye el anterior sistema de autorización previa por un sistema de no oposición, de manera que si la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones no se opone a la operación planteada, ésta podrá llevarse a cabo. Asimismo, se incorporan los criterios de acuerdo a los cuales los supervisores pueden oponerse a una adquisición o incremento de participaciones significativas, criterios que se refieren a la honorabilidad y solvencia del adquirente, la honorabilidad de los futuros administradores de la entidad, la capacidad de la entidad para cumplir con las obligaciones normativas que les resulten exigibles y la inexistencia de indicios racionales de la realización de operaciones de blanqueo o financiación del terrorismo.

<sup>20</sup> <http://www.boe.es/boe/dias/2009/06/30/pdfs/BOE-A-2009-10751.pdf>.



- *Instituciones de inversión colectiva (IIC)*: Se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, no sólo en materia de participaciones significativas, sino que también, en relación con instrumentos financieros que por circunstancias excepcionales no puedan ser valorados o vendidos a su valor razonable, se prevé la posibilidad de que las sociedades gestoras de IIC puedan transferirlos de una IIC a otra IIC o compartimento de nueva creación, en las condiciones que reglamentariamente se determinen.
- *Ley de Sociedades Anónimas*: Se regula, en términos similares a los establecidos para las ampliaciones de capital, la posibilidad de que, en el caso de sociedades cotizadas, se excluya el derecho de suscripción preferente de los accionistas relativo a las emisiones de obligaciones convertibles en que la Junta General de accionistas haya delegado en los administradores la facultad de acordar la emisión.
- *Fondos de titulización*: Se modifica la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria. En particular, se regula la posibilidad de alterar la escritura de constitución del fondo de titulización, de modo que las modificaciones de las escrituras de constitución no pueden alterar la naturaleza de los activos cedidos al fondo, ni transformar un fondo de titulización hipotecaria en uno de titulización de activos o viceversa, ni suponer *de facto* la creación de un nuevo fondo. Estas modificaciones pueden realizarse bien con el consentimiento de los titulares de los valores emitidos con cargo al fondo, o bien sin su consentimiento cuando, habiendo acreditado la sociedad gestora que la modificación mantiene o mejora la calificación otorgada a los valores emitidos con anterioridad a aquélla, se cumplan además ciertos requisitos:
  - que la modificación sea, a juicio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de escasa relevancia, con arreglo a ciertos criterios establecidos en la propia Ley;
  - que, tratándose de un fondo abierto por el pasivo, la modificación sólo afecte a los derechos y obligaciones de los titulares de valores emitidos con posterioridad a la fecha de otorgamiento de la escritura pública de modificación.
- *Fondos de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorro y Cooperativas de Crédito*: Se modifica un aspecto relativo a los plazos de las actuaciones del Banco de España en caso de impago de depósitos por parte de alguna caja de ahorros o cooperativa de crédito.

**Ley 11/2009, de 26 de octubre**, por la que se regulan las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario<sup>21</sup>.

Esta Ley introduce en nuestro ordenamiento jurídico la figura de las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI), inspiradas en el régimen foráneo de los REITs (*Real Estate Investment Trusts*). Con ello se pretende impulsar el mercado del alquiler inmobiliario.

Las SOCIMI son sociedades cuya actividad principal es la inversión directa o indirecta en activos inmobiliarios de naturaleza urbana para su alquiler, incluyendo tanto viviendas como locales comerciales, residencias, hoteles, garajes u oficinas,



entre otros. Con el objeto de admitir la inversión indirecta, se permite que las SOCIMI participen en otras SOCIMI o bien en entidades que cumplan los mismos requisitos de inversión y de distribución de beneficios exigidos para aquéllas, residentes o no en territorio español, coticen o no en mercados regulados. Se ha fijado la obligación de que estas entidades repartan sistemáticamente un porcentaje muy elevado del beneficio que vayan obteniendo.

Se establece para ellas un régimen fiscal especial, en virtud del cual tributarán a un tipo del 18 por ciento sobre los beneficios distribuidos, siempre que al menos el 80 por ciento de su activo esté invertido en inmuebles urbanos destinados al arrendamiento y adquiridos en plena propiedad o por participaciones en sociedades que cumplan los mismos requisitos de inversión y de distribución de resultados. Si el socio es persona física goza de una exención en su impuesto sobre la renta por los dividendos percibidos de la SOCIMI. Sin embargo, como excepción al régimen fiscal general de las operaciones sobre valores, las transmisiones de acciones de las SOCIMI no están exentas de la modalidad de transmisiones patrimoniales onerosas del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

**Ley 16/2009, de 13 de noviembre**, de servicios de pago<sup>22</sup>.

Esta norma garantiza que los pagos realizados en el ámbito de la Unión europea, en concreto las transferencias, los adeudos directos y las operaciones de pago efectuadas mediante tarjeta, puedan realizarse con la misma facilidad, eficiencia y seguridad que los pagos nacionales internos de los Estados Miembros, y que se pueda asimismo operar con una sola cuenta corriente en todo el territorio de la Unión Europea. También se exige una mayor rapidez en las operaciones de pago dentro de la Unión Europea de modo que, con carácter general, deberán completarse en el plazo de un día hábil.

Por otro lado, se regulan también los requisitos de información y las reglas de protección al usuario de los servicios de pago, pudiéndose destacar que el ordenante de una operación de pago únicamente soportará parcialmente las pérdidas derivadas de operaciones de pago no autorizadas resultantes de la utilización de un instrumento de pago extraviado o sustraído, asumiendo sólo pérdidas por un importe máximo de 150 euros. También se introduce como novedad la regla de que en toda prestación de servicios de pago que no incluya conversión en divisas los gastos serán compartidos entre ordenante y beneficiario.

La norma también establece un nuevo tipo de entidades autorizadas para la prestación y ejecución de los servicios de pago: las entidades de pago, para las que se establecen requisitos de capital, su supervisión a cargo del Banco de España y un listado de actividades permitidas del que se excluye la captación de fondos reembolsables del público.

En otro orden de cosas, esta Ley introduce también otras modificaciones normativas. Así, puede destacarse que se modifica la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, sobre regulación de la emisión de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas, asociaciones u otras personas jurídicas y la constitución del sindicato de obligacionistas, con el fin de que la citada norma no resulte de aplicación a las emisiones de valores de las entidades públicas a las que se extienda el régimen

<sup>22</sup> <http://www.boe.es/boe/dias/2009/11/14/pdfs/BOE-A-2009-18118.pdf>.

de la deuda del Estado. También se regulan algunos aspectos concursales sobre el mantenimiento de los acuerdos de compensación contractual.

Real Decreto 1817/2009, de 27 de noviembre, por el que se modifican el Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito y el Real Decreto 692/1996, de 26 de abril, sobre el régimen jurídico de los establecimientos financieros de crédito<sup>23</sup>.

Este Real Decreto desarrolla, en lo que se refiere a las entidades de crédito, la Ley 5/2009, de 29 de junio, relativa al régimen de participaciones significativas en entidades financieras. El régimen de participaciones significativas de las entidades financieras constituye, como es sabido, un control administrativo previo, en el caso de las entidades de crédito a cargo del Banco de España, que tiene por objeto evaluar, a efectos prudenciales, la identidad, honorabilidad y solvencia de los accionistas más significativos de las entidades. En este sentido, esta norma regula, paralelamente a otros decretos similares aprobados para los demás tipos de entidades financieras, cómo se habrán de computar las participaciones en entidades de crédito para determinar lo que se considera una participación significativa. También se enumeran los criterios de acuerdo con los cuales el Banco de España elaborará y publicará una lista en la que se determinará el contenido de la información que podrá exigir para evaluar la adquisición de una participación significativa. Estas informaciones harán referencia al adquirente potencial, la adquisición propuesta, la financiación de la adquisición y a aspectos relativos a la honorabilidad comercial y profesional de administradores y directivos que vayan a dirigir la actividad de la entidad de crédito como consecuencia de la adquisición propuesta; en aquellos supuestos en que se produzca un cambio de control se desarrollará un plan de negocio que detallará el impacto de la adquisición en el gobierno corporativo, en la estructura y en los recursos disponibles, en los órganos de control interno y en los procedimientos para la prevención del blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo.

Por otra parte, esta norma contiene algunas previsiones adicionales, específicas para las entidades de crédito. Junto a las competencias del Banco de España mencionadas, el Real Decreto prevé también que el Ministerio de Economía y Hacienda pueda denegar la creación de un banco o establecimiento financiero de crédito cuando no considere adecuada la idoneidad de los accionistas que vayan a tener una participación significativa en él. Por último, puede destacarse que, de acuerdo con la regulación de la Unión Europea, se han modificado también algunas facultades del Ministerio de Economía y Hacienda que permitían la denegación de la autorización para crear un banco en ausencia de reciprocidad con terceros países, debiendo el Ministerio en lo sucesivo informar a la Comisión Europea y al resto de autoridades supervisoras de la estructura del grupo en caso de control por accionistas de terceros países.

**Real Decreto 1821/2009, de 27 de noviembre**, por el que se modifica el Reglamento de ordenación y supervisión de los seguros privados, aprobado por el Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre, en materia de participaciones significativas<sup>24</sup>.

23 <http://www.boe.es/boe/dias/2009/12/07/pdfs/BOE-A-2009-19670.pdf>.

24 <http://www.boe.es/boe/dias/2009/12/07/pdfs/BOE-A-2009-19673.pdf>.

Este Real Decreto desarrolla, en lo que se refiere a las empresas de servicios de inversión (ESI), la Ley 5/2009, de 29 de junio, relativa al régimen de participaciones significativas en entidades financieras. Se trata de una regulación paralela a la establecida para las entidades de crédito en el Real Decreto 1817/2009, cuyos aspectos esenciales se han descrito anteriormente.

**Ley 29/2009, de 30 de diciembre**, por la que se modifica el régimen legal de la competencia desleal y de la publicidad para la mejora de la protección de los consumidores y usuarios<sup>25</sup>.

Esta norma transpone la Directiva 2005/29/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2005, relativa a las prácticas comerciales desleales de las empresas en sus relaciones con los consumidores en el mercado interior, y la Directiva 2006/114/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2006, sobre publicidad engañosa y publicidad comparativa. En consecuencia, implica también la modificación de la Ley 3/1991, de 10 de enero, de competencia desleal; el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios; la Ley 7/1996, de 15 de enero, de Ordenación del Comercio Minorista, y la Ley 34/1988, de 11 de noviembre, General de Publicidad.

En lo que se refiere al mercado de valores, esta Ley establece expresamente el criterio de que las normas que regulan las prácticas comerciales en materia de comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores y usuarios, inversión colectiva en valores mobiliarios, normas de conducta en materia de servicios de inversión y oferta pública o admisión de cotización de valores prevalecerán en caso de conflicto sobre la legislación de carácter general aplicable a las prácticas comerciales desleales.

## B Legislación europea

### B.1 Comités europeos de supervisión

**Decisiones de la Comisión 2009/77, 2009/78 y 2009/79, de 23 de enero**, por las que se crean el Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores, el Comité Europeo de Supervisores Bancarios y el Comité Europeo de Supervisores de Seguros y Pensiones de Jubilación<sup>26</sup>.

Estas decisiones de la Comisión Europea redefinen las funciones del Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR), del Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS) y del Comité Europeo de Supervisores de Seguros y Pensiones de Jubilación (CEIOPS), los cuales habían sido creados, respectivamente, por tres decisiones de la Comisión Europea que quedan derogadas por las nuevas disposiciones. Las decisiones de la Comisión se han adoptado a propuesta del Consejo Europeo, que había invitado a la Comisión a aclarar la función de los comités europeos de supervisores ya mencionados y a estudiar opciones para reforzar su ámbito de actuación.

<sup>25</sup> <http://www.boe.es/boe/dias/2009/12/31/pdfs/BOE-A-2009-21162.pdf>.

<sup>26</sup> <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:025:0018:0022:ES:PDF>, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:025:0023:0027:ES:PDF> y <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:025:0028:0032:ES:PDF>.

Si bien estas disposiciones recogen en su mayor parte funciones y competencias que los comités europeos de supervisores ya venían desarrollando, también pueden destacarse algunos aspectos novedosos, incluyendo los siguientes:

- Se recoge la posibilidad de que los supervisores nacionales puedan someter cuestiones concretas a los comités europeos de supervisores con vistas a obtener de éstos dictámenes no vinculantes.
- Igualmente, los comités europeos de supervisores deben facilitar y coordinar la delegación de tareas de un supervisor nacional en otro, así como la labor práctica diaria de intercambio de información.
- Por otra parte, se prevé la existencia de un comité mixto de conglomerados financieros en el que participen los tres comités y se refuerza la colaboración mutua entre ellos con el fin de que puedan determinar, en una fase temprana, los posibles riesgos y tendencias micropudenciales, a nivel transfronterizo e intersectorial.
- También se promueve que los comités puedan informar, cuando sea necesario, a la Comisión, al Consejo, al Parlamento Europeo y a las autoridades nacionales. En particular, se dispone que los comités informen a la Comisión Europea dos veces al año sobre los riesgos y puntos vulnerables del sector. No obstante, se aclara que los comités no deben divulgar información sobre entidades supervisadas concretas.

## B.2 Instituciones de inversión colectiva

Directiva 2009/65/CE, de 13 de julio de 2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)<sup>27</sup>.

Esta norma sustituye a la Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, sobre instituciones de inversión colectiva (IIC), tras un largo proceso de revisión que ha tenido como antecedentes la publicación del Libro Verde de la Comisión Europea sobre fondos de inversión (2005) y el Libro Blanco sobre fondos de inversión y su evaluación de impacto (2006).

Uno de los principales objetivos de la Directiva es el de eliminar obstáculos a la comercialización de IIC en otros Estados Miembros, ya que el procedimiento de notificación de 1985 resultaba a menudo largo y poco ágil, imponiendo la autoridad del Estado de acogida, con frecuencia, requisitos más estrictos que los establecidos en la Directiva. El planteamiento adoptado en la presente Directiva consiste en llevar a cabo la armonización básica necesaria y suficiente para garantizar el reconocimiento mutuo de la autorización y de los sistemas de supervisión prudencial, haciendo posible la concesión de una única autorización válida en toda la Unión Europea, correspondiéndole las facultades de supervisión al Estado de origen. No obstante, para evitar el arbitraje regulatorio y supervisor, se adopta la cautela de que el Estado de acogida pueda denegar la autorización de una IIC cuando ésta no esté autorizada a comercializar sus participaciones en su Estado de origen. Subsiste

la posibilidad de que el Estado Miembro de origen establezca para sus entidades supervisadas normas más estrictas que las contenidas en la Directiva.

Otro de los grandes objetivos de la Directiva consiste en promover un aumento del tamaño de las IIC, con objeto de aprovechar las economías de escala y la reducción de costes que ello implica para el inversor. En este sentido debe interpretarse la regulación sobre fusiones transfronterizas de IIC o la posibilidad de que una IIC invierta sus activos en otra IIC denominada IIC principal (*entity pooling* o estructuras principal subordinado), quedando exentos de la prohibición general de invertir más del 10 por ciento o, en su caso, más del 20 por ciento de sus activos en una única IIC.

En tercer lugar, la Directiva también persigue el objetivo de que las sociedades gestoras puedan gestionar IIC en otro Estado Miembro, sin necesidad de constituir sociedades gestoras en cada Estado Miembro.

Por último, también debe destacarse que la Directiva pretende que el folleto simplificado de las IIC resulte menos largo y complejo y que su elaboración a cargo de las entidades resulte asimismo más rápida y menos onerosa.

### B.3 Empresas de servicios de inversión

**Directiva 2009/83/CE de la Comisión**, de 27 de julio de 2009, por la que se modifican determinados anexos de la Directiva 2006/48 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las disposiciones técnicas relativas a la gestión de riesgos<sup>28</sup>.

Esta norma ha sido aprobada en el contexto de una amplia reforma en materia de requerimientos de capital de las entidades financieras (entidades de crédito y empresas de inversión), cuya tramitación aún no ha finalizado y que, en el marco de la actual crisis financiera, persigue una mejora de la gestión de los llamados grandes riesgos de las entidades financieras; una mejora de la supervisión de los grupos financieros transfronterizos; una mejora de la calidad de sus fondos propios, especialmente en relación con los instrumentos híbridos; una mejora de la gestión de su riesgo de liquidez y una mejor gestión del riesgo relativo a los instrumentos financieros derivados de la titulización.

Esta Directiva aborda algunos aspectos concretos que han podido regularse directamente mediante Directiva de la Comisión Europea, en desarrollo de la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio. En particular, se realizan ciertas aclaraciones y adaptaciones en relación con varias materias: criterios para la organización y tratamiento de riesgos; método estándar; métodos basados en evaluaciones internas; reducción del riesgo de crédito; exigencias de recursos propios por inversiones en bonos de titulización; riesgo operacional y publicación de información sobre recursos propios. También se clarifican las formas en que las entidades de crédito pueden demostrar la transferencia de una parte significativa del riesgo fuera de su balance.

<sup>28</sup> <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:196:0014:0021:ES:PDF>.

**Directiva 2009/111/CE, de 16 de septiembre de 2009**, del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las directivas 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2007/64/CE en lo que respecta a los bancos afiliados a un organismo central, a determinados elementos de los fondos propios, a los grandes riesgos, al régimen de supervisión y a la gestión de crisis<sup>29</sup>.

Se regulan las exigencias de recursos propios para entidades de crédito y empresas de servicios de inversión. Las principales modificaciones propuestas son las siguientes:

- Se armoniza la regulación sobre limitaciones a la concentración de riesgos.
- Se mejora la supervisión de los grupos bancarios transfronterizos. Se crean colegios de supervisores para los grupos bancarios que operan en varios países de la UE. Se aclaran las facultades y responsabilidades de las autoridades nacionales de supervisión y se hace más eficaz su cooperación.
- Se mejora la regulación sobre la calidad de los fondos propios de los bancos, especialmente en relación con los instrumentos híbridos. Se distinguen a efectos de la normativa de solvencia los instrumentos que no tengan el mismo rango que las acciones ordinarias durante la liquidación o que no absorban pérdidas en situaciones normales con el mismo rango que las acciones ordinarias.
- Se realizan algunas adaptaciones relativas a la gestión del riesgo de liquidez.
- Se mejora la gestión del riesgo de los instrumentos titulizados. Las sociedades que ceden sus activos en el proceso de titulización deberán conservar una parte del riesgo asociado a estos títulos, mientras que las sociedades que inviertan en los mismos deberán mostrar la debida diligencia e informarse suficientemente o serán, en otro caso, sometidas a fuertes sanciones de capital.
- Se señala en el ámbito comunitario la necesidad de analizar medidas que mitiguen el exceso de prociclicidad de la actividad financiera, incluyendo la acumulación por parte de las instituciones de crédito de “colchones” de reservas en época de bonanza que puedan utilizarse durante las fases de recesión o el establecimiento de provisiones dinámicas.
- Para garantizar la estabilidad financiera, se encarga a la Comisión Europea que, en relación con las permutas de cobertura por incumplimiento crediticio (*credit default swaps*), se refuerce la transparencia de los mercados extrabursátiles y se atenúen los riesgos de contrapartida a través de la creación de contrapartes centrales sujetas a normas prudenciales y a una supervisión efectiva.

#### **B.4 Agencias de calificación crediticia**

**Reglamento (CE) no 1060/2009, de 16 de septiembre de 2009**, del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las agencias de calificación crediticia<sup>30</sup>.

A través de este reglamento, en línea con las recomendaciones del G-20, la Unión Europea establece por primera vez un sistema de registro y supervisión de las agen-

<sup>29</sup> <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0097:0119:ES:PDF>.

<sup>30</sup> <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0031:EN:PDF>.

cias de calificación crediticia. El contenido de esta norma se comenta en detalle en el apartado 3.3 del Capítulo 2.

### B.5 Normas internacionales de información financiera (NIIF)

Reglamento (CE) 69/2009, de 23 de enero de 2009, de la Comisión, que modifica el Reglamento (CE) 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad, en lo que respecta a la Norma Internacional de Información Financiera número 1 (NIIF 1) y a la Norma Internacional de Contabilidad número 27 (NIC 27)<sup>31</sup>.

Esta norma incorpora al Derecho de la Unión Europea ciertas modificaciones adoptadas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB). En particular, se modifica la NIIF 1, relativa a la adopción por primera vez de normas internacionales de información financiera, y la NIC 27, relativa a estados financieros separados y consolidados.

Las modificaciones de la NIIF 1 permiten que una entidad que adopte por primera vez las NIIF utilice como coste atribuido de una inversión en una entidad dependiente, controlada de forma conjunta o asociada, bien el valor razonable en la fecha de transición de la entidad a las NIIF o bien el importe en libros en esa fecha conforme a los principios contables que venía aplicando anteriormente. En línea con lo anterior, la modificación de la NIC 27 aclara cómo determinar el coste de una inversión en aquellos supuestos en que una sociedad adquiere de otra de su mismo grupo una participación en una sociedad dependiente, permitiéndose el mantenimiento de la valoración que venía realizando la dominante original.

También se establece la obligación de reconocer como ingresos en los estados financieros separados todos los dividendos recibidos de una dependiente, entidad controlada de forma conjunta o asociada.

**Reglamento (CE) 254/2009, de 25 de marzo de 2009**, de la Comisión que modifica el Reglamento (CE) 1126/2008, por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la Interpretación número 12 del Comité de Interpretaciones de las NIIF<sup>32</sup>.

Esta norma incorpora al Derecho de la Unión Europea una interpretación del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera, concretamente su Interpretación número 12, relativa a los acuerdos de concesión de servicios. En ella se explica cómo reconocer la infraestructura objeto del acuerdo de concesión de servicios en las cuentas del concesionario, así como los ingresos y gastos.

**Reglamento (CE) 636/2009, de 22 de julio de 2009**, de la Comisión que modifica el Reglamento (CE) 1126/2008, por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Interpretación número 15 del

31 <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:021:0010:0015:ES:PDF>.

32 <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:080:0005:0013:ES:PDF>.



Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera (CINIIF)<sup>33</sup>.

Esta norma incorpora al Derecho europeo una interpretación del Comité de Interpretaciones de Información Financiera. La norma se refiere al tratamiento contable de los ingresos derivados de los acuerdos de construcción de inmuebles.

En particular, se establece que cuando el acuerdo de construcción de inmuebles permite al comprador del inmueble especificar los elementos estructurales más importantes del diseño del inmueble, los ingresos que percibe la parte vendedora derivados de estos acuerdos se contabilizan de acuerdo con la NIC 11, "Contratos de construcción". En caso contrario resulta aplicable la NIC 18, relativa a los ingresos ordinarios.

**Reglamento (CE) 824/2009, de 9 de septiembre de 2009**, de la Comisión, que modifica el Reglamento (CE) 1126/2008, por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) número 39 y a la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF) número 7<sup>34</sup>.

Esta norma regula la retroactividad de las reclasificaciones contables de activos financieros derivadas de las modificaciones de la NIC 39 y la NIIF 7 que tuvieron lugar en 2008. El Reglamento 1004/2008, de 15 de octubre, había permitido, debido a la crisis financiera, reclasificar determinados instrumentos financieros como partidas que se valoran al coste en lugar de al valor razonable, entendiendo que el valor razonable en la fecha de reclasificación pasaba a ser su coste a efectos contables. Mediante el actual Reglamento, se establece que estas reclasificaciones contables no podrán aplicarse retroactivamente a fechas anteriores al 1 de julio de 2008.

**Reglamento (CE) 839/2009, de 15 de septiembre de 2009**, de la Comisión, que modifica el Reglamento (CE) 1126/2008 por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) número 39<sup>35</sup>.

Esta norma incorpora al Derecho de la Unión Europea unas modificaciones aprobadas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) en relación con la NIC 39.

La prima o precio de una opción se puede descomponer en dos variables: el valor intrínseco y el valor temporal. El valor intrínseco depende sólo del precio del activo subyacente y del precio de ejercicio de la opción; el valor temporal es el valor de la posibilidad de un movimiento de precios favorable antes del vencimiento de la opción. La presente norma establece que, en una cobertura del riesgo de inflación, el valor temporal de una opción no se tiene en cuenta y sólo deben reconocerse las pérdidas que procedan de los movimientos desfavorables del precio del activo subyacente. Por otro lado, se regula el tratamiento contable de las coberturas de la inflación, que se permiten únicamente cuando el componente de la inflación se identifica separadamente en el contrato que es objeto de cobertura.

33 <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:191:0005:0009:ES:PDF>.

34 <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:239:0048:0050:ES:PDF>.

35 <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:244:0006:0009:ES:PDF>.



**Reglamento (CE) 1136/2009, de 25 de noviembre de 2009**, de la Comisión, que modifica el Reglamento (CE) 1126/2008 por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) número 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF)<sup>36</sup>.

Esta norma incorpora al Derecho de la Unión Europea una modificación de las normas internacionales de información financiera (NIIF), en particular en lo relativo a la denominada NIIF 1 reestructurada, sobre la adopción por primera vez de las NIIF. Se eliminan orientaciones para la transición a las NIIF que han quedado obsoletas y se introducen pequeños cambios de redacción.

**Reglamento (CE) 1142/2009, de 26 de noviembre de 2009**, de la Comisión, que modifica el Reglamento (CE) 1126/2008, por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) número 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Interpretación número 17 del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera (CINIIF)<sup>37</sup>.

Esta norma incorpora al Derecho de la Unión Europea la Interpretación número 17 del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera. Esta interpretación aclara y orienta sobre el tratamiento contable de las distribuciones de activos que no son efectivo a los propietarios de una entidad.

**Reglamento (CE) 1164/2009, de 27 de noviembre de 2009**, de la Comisión, que modifica el Reglamento (CE) 1126/2008, por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Interpretación número 18 del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera (CINIIF)<sup>38</sup>.

Esta norma incorpora al Derecho de la Unión Europea la Interpretación número 18 del Comité de Interpretaciones de Normas Internacionales de Información Financiera (CINIIF). Esta interpretación realiza aclaraciones y orientaciones sobre la contabilización de transferencias de elementos de inmovilizado material procedentes de clientes, o de dinero en efectivo para adquirir o construir un elemento de inmovilizado material.

**Reglamento (CE) 1165/2009, de 27 de noviembre de 2009**, de la Comisión, que modifica el Reglamento (CE) 1126 /2008 por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) 4 y 7<sup>39</sup>.

Esta norma incorpora al Derecho de la Unión Europea una modificación de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). En particular, se modifica la NIIF 4, sobre contratos de seguros, y la NIIF 7, sobre la información a revelar sobre instrumentos financieros. Las modificaciones tienen por objeto endurecer las obligaciones de información por lo que se refiere a las valoraciones del valor razonable y al riesgo de liquidez asociado a los instrumentos financieros.

36 <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:311:0006:0020:ES:PDF>.

37 <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:312:0008:0013:ES:PDF>.

38 <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:314:0015:0020:EN:PDF>.

39 <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:314:0021:0026:EN:PDF>.

**Reglamento (CE) 1171/2009, de 30 de noviembre de 2009**, de la Comisión, que modifica el Reglamento (CE) 1126/2008, por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Interpretación número 9 del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera (CINIIF) y a la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 39<sup>40</sup>.

Esta norma incorpora al Derecho de la Unión Europea las modificaciones de la Interpretación número 9 del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera (CINIIF) y de la Norma Internacional de Contabilidad nº 39 (NIC 39). Ambas modificaciones se refieren a los instrumentos financieros derivados implícitos, y en particular a la posibilidad de contabilizarlos separados del contrato principal del que forman parte excluyéndolos de la categoría de activos contabilizados al valor razonable.

**Reglamento (UE) 1293/2009, de 23 de diciembre de 2009**, de la Comisión, que modifica el Reglamento (CE) 1126/2008 por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) número 32<sup>41</sup>.

Esta norma incorpora al Derecho de la Unión Europea unas modificaciones de la Norma Internacional de Contabilidad número 32 (NIC 32). Estas modificaciones se refieren al concepto de patrimonio neto y permiten considerar en esta categoría a ciertos instrumentos financieros derivados aunque estén denominados en una moneda que no sea la moneda funcional del emisor.

## **B.6 Otras normas**

**Directiva 2009/101/CE, de 16 de septiembre de 2009**, del Parlamento Europeo y del Consejo tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados Miembros a las sociedades definidas en el artículo 48, párrafo segundo, del Tratado, para proteger los intereses de socios y terceros<sup>42</sup>.

Este texto legal únicamente refunde la Directiva 68/151/CEE del Consejo, de 9 de marzo de 1968, actualizando el texto con las modificaciones de que ha ido siendo objeto desde su aprobación. Es aplicable a las sociedades de derecho civil o mercantil, e incluso a las sociedades cooperativas y las demás personas jurídicas de derecho público o privado, con excepción de las que no persigan un fin lucrativo.

**Directiva 2009/102/CE, de 16 de septiembre de 2009**, del Parlamento Europeo y del Consejo en materia de derecho de sociedades, relativa a las sociedades de responsabilidad limitada de socio único<sup>43</sup>.

Este texto legal se limita a refundir la Directiva 89/667/CEE del Consejo, de 21 de diciembre de 1989, en materia de derecho de sociedades, relativa a las sociedades de responsabilidad limitada de socio único, actualizando el texto con las modificaciones de que ha ido siendo objeto desde su aprobación.

40 <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:314:0043:0046:ES:PDF>.

41 <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:347:0023:0025:EN:PDF>.

42 <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:258:0011:0019:ES:PDF>.

43 <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:258:0020:0025:ES:PDF>.

**Directiva 2009/109/CE, de 16 de septiembre de 2009**, del Parlamento Europeo y del Consejo, por la que se modifican las directivas 77/91/CEE, 78/855/CEE y 82/891/CEE del Consejo y la Directiva 2005/56/CE en lo que se refiere a las obligaciones de información y documentación en el caso de las fusiones y escisiones<sup>44</sup>.

Esta norma se enmarca en el ámbito de una iniciativa de la Comisión Europea para reducir las cargas administrativas que recaen en las sociedades de la Unión Europea al mínimo necesario. En particular, esta Directiva se refiere a fusiones y escisiones de sociedades, tanto a las fusiones y escisiones transfronterizas de la Directiva 2005/56/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, como a las fusiones y escisiones de carácter nacional.

Junto a otros aspectos ya contemplados en nuestro derecho interno, se prevé que los sitios web de las sociedades u otros sitios web sean una alternativa a los registros públicos de sociedades, a efectos de dar cumplimiento a las obligaciones informativas que son exigibles a estas modificaciones estructurales. La Directiva debe transponerse al derecho interno antes del 30 de junio de 2011.

---

<sup>44</sup> <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:259:0014:0021:EN:PDF>.



---

## Composición del Consejo de la CNMV a 30 de abril de 2010

Presidente	D. Julio Segura Sánchez
Vicepresidente	D. Fernando Restoy Lozano
Consejeros	Dña. Soledad Núñez Ramos
	D. Francisco Javier Aríztegui Yáñez
	Dña. Rosa Rodríguez Moreno
	D. Luis Pedroche y Rojo <sup>1</sup>
Secretario	D. Alfonso Cárcamo Gil <sup>2</sup>

---

## Composición del Comité Ejecutivo de la CNMV a 30 de abril de 2010<sup>3</sup>

Presidente	D. Julio Segura Sánchez
Vicepresidente	D. Fernando Restoy Lozano
Consejeras	Dña. Rosa Rodríguez Moreno
Secretario	D. Alfonso Cárcamo Gil

---

1. Nombrado por Orden EHA/1072/2010, de 30 de abril.

2. Sustituye en el cargo a D. Javier Rodríguez Pellitero. Resolución del Consejo de la CNMV de 25 de febrero de 2010 (BOE 27/02/2010).

3. El Comité Ejecutivo de la CNMV está regulado, en cuanto a su creación, constitución y funciones, por el artículo 18 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, según redacción dada al mismo por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

### Composición del Comité Consultivo de la CNMV a 30 de abril de 2010<sup>4</sup>

<b>Presidente</b>	D. Fernando Restoy Lozano
<b>Secretario</b>	D. Alfonso Cárcamo Gil
<b>Secretario Técnico</b>	D. Víctor Rodríguez Quejido
Vocales	
<b>Representantes de los miembros de los mercados secundarios oficiales</b>	
Titular	D. Ignacio Santillán Fraile
Suplente	D. José Ignacio García-Junceda Fernández
Titular	D. Jaime Aguilar Fernández-Hontoria
Suplente	D. José María Antúnez Xaus
Titular	D. Manuel Ardanza Fresno
Suplente	_____
Titular	D. Francisco Oña Navarro
Suplente	D. Ignacio Solloa Mendoza
Titular	D. José María Méndez Álvarez-Cedrón
Suplente	D. Julio Alcántara Lera
Titular	Dña. Ana Ibáñez Díaz-Bustamante
Suplente	Dña. Aránzazu Ullibarri Royuela
<b>Representantes de los emisores</b>	
Titular	D. Francisco Uría Fernández
Suplente	D. Ángel Antonio del Valle Suárez
Titular	D. Juan A. Margenat Padrós
Suplente	Dña. Ana Delgado Alcaide
Titular	D. Luis Miralles García
Suplente	D. Manuel González Escudero
Titular	D. José Manuel González Porro
Suplente	D. Manuel Ángel Romero Rey
<b>Representantes de los inversores</b>	
Titular	D. Manuel Pardos Vicente
Suplente	D. Jofre Farres Roselló
Titular	Dña. Pilar González de Frutos
Suplente	Dña. M <sup>a</sup> Aránzazu del Valle Schaan
Titular	D. Antonio M <sup>a</sup> Malpica Muñoz
Suplente	D. José Manuel Pomarón Bagües
Titular	D. Mariano Rabadán Forniés
Suplente	D. Ángel Martínez-Aldama Hervás
<b>Representantes de las Comunidades Autónomas con mercado secundario oficial</b>	
País Vasco	
Titular	D. Fernando de la Hucha Celador
Suplente	D. Miguel Bengoechea Romero
Cataluña	
Titular	D. Ferrán Sicart i Ortí
Suplente	D. Josep María Sánchez i Pascual
Comunidad Valenciana	
Titular	_____
Suplente	D. Nicolás Jannone Bellot

**Organigrama de la CNMV**

