



**Informe Anual**  
sobre los mercados  
de valores y su actuación  
**2010**





**Informe Anual de la CNMV sobre  
los mercados de valores y su actuación  
Ejercicio 2010**

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).

ISSN (edición impresa): 1889-5166

ISSN (edición electrónica): 1989-5631

Depósito Legal: M-17708-2009

Maqueta: Composiciones Rali, S.A.

Imprime: Artegraf, S.A.

## 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	Bonos de titulización de activos
BTH	Bonos de titulización hipotecaria
CADE	Central de Anotaciones de Deuda del Estado
CCAA	Comunidades autónomas
CCC	Cámara de contrapartida central
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	Depositario central de valores
EAFI	Empresa de asesoramiento financiero
EBA	Autoridad Bancaria Europea / European Banking Authority
ECA	Entidades de crédito y ahorro
ECC	Entidad de contrapartida central
ECR	Entidad de capital-riesgo
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Planes de Pensiones / European Insurance and Occupational Pensions Authority
ESFS	European System of Financial Supervisors / Sistema Europeo de Supervisores Financieros
ESI	Empresa de servicios de inversión
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados / European Securities and Markets Authority
ESRB	Consejo Europeo de Riesgo Sistémico / European Systemic Risk Board
ETF	Fondo de inversión cotizado / Exchange-Traded Fund
FCR	Fondo de capital-riesgo
FI	Fondo de inversión de carácter financiero
FII	Fondo de inversión inmobiliaria
FIICIL	Fondo de instituciones de inversión colectiva de inversión libre
FIL	Fondo de inversión libre
FIM	Fondo de inversión mobiliaria
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera / Financial Stability Board
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
IAASB	International Auditing and Assurance Standards Board
IASB	International Accounting Standards Board
IIC	Instituciones de inversión colectiva
IICIL	Instituciones 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
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
OTC	Over the counter
PER	Price to 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	Sociedades 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
SGECR	Sociedad gestora de empresas de capital-riesgo
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
UCITS	Instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios / Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria (zona del euro)
UVM	Unidad de Vigilancia de 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	27
1.2 Entorno económico y financiero español	38
1.3 Perspectivas del entorno económico y financiero	45
<b>2 La financiación empresarial en España: tendencias y retos futuros</b>	<b>47</b>
2.1 La financiación de las empresas españolas en el periodo 1990-2010: tendencias y factores determinantes	48
2.2 Financiación empresarial, ciclo económico y crisis	58
2.3 Estructura financiera y tamaño empresarial	62
2.4 Los retos para la financiación de las pymes en el escenario postcrisis	68

## II Mercados y emisores 75

<b>3 Mercados de renta variable</b>	<b>77</b>
3.1 Panorama general	77
3.2 Tamaño del mercado	77
3.2.1 Capitalización bursátil	77
3.2.2 Sociedades cotizadas	79
3.3 Admisiones, emisiones y ofertas públicas de venta (OPV)	80
3.4 Negociación	81
3.4.1 Negociación al contado	81
3.4.2 Crédito para operaciones bursátiles y préstamo de valores	82
3.5 Ofertas públicas de adquisición de valores (opas)	83
3.6 Sistemas organizados de negociación	85
3.6.1 Latibex	85
3.6.2 Mercado Alternativo Bursátil (MAB)	85
3.7 Fondos de inversión cotizados (ETF)	86
<b>4 Mercados de renta fija</b>	<b>87</b>
4.1 Panorama general	87
4.2 Deuda pública	88
4.2.1 Mercado primario	88
4.2.2 Mercado secundario	88
4.3 Renta fija privada	90
4.3.1 Mercado primario	90
4.3.2 Mercado secundario	93

<b>5</b>	<b>Registro, contrapartida, compensación y liquidación</b>	<b>97</b>
5.1	Iberclear	97
5.1.1	Iberclear – CADE	97
5.1.2	Iberclear – SCLV	99
5.1.3	Modificación del Reglamento de Iberclear	101
5.1.4	Iniciativas de integración europea	102
5.2	MEFFCLEAR	103
<b>6</b>	<b>Mercados de productos derivados</b>	<b>105</b>
6.1	Panorama general	105
6.2	Mercado MEFF	106
6.2.1	Novedades del mercado MEFF	107
6.3	Warrants y certificados	108
6.3.1	Novedades en el segmento de warrants, certificados y otros	108
6.3.2	Emisiones	109
6.3.3	Negociación	110
6.4	Otros contratos financieros	110
6.5	Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva	111
<b>III</b>	<b>Entidades financieras y servicios de inversión</b>	<b>113</b>
<hr/>		
<b>7</b>	<b>Inversión colectiva</b>	<b>115</b>
7.1	Fondos de inversión (FI)	115
7.2	Sociedades de inversión (SICAV)	117
7.3	IIC de inversión libre	119
7.4	IIC inmobiliarias	119
7.5	IIC extranjeras comercializadas en España	120
7.6	Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC)	121
7.7	Depositarios de IIC	123
<b>8</b>	<b>Prestación de servicios de inversión</b>	<b>125</b>
8.1	Entidades de crédito	125
8.2	Empresas de servicios de inversión	126
8.2.1	Sociedades y agencias de valores	126
8.2.2	Sociedades gestoras de cartera	132
8.2.3	Empresas de asesoramiento financiero	134
<b>9</b>	<b>Entidades de capital-riesgo</b>	<b>135</b>
9.1	Entidades de capital-riesgo registradas en la CNMV	135
9.2	Algunos datos relevantes del sector	136
<b>IV</b>	<b>La regulación y supervisión de los mercados de valores</b>	<b>139</b>
<hr/>		
<b>10</b>	<b>Información financiera y de gobierno corporativo de los emisores</b>	<b>141</b>
10.1	Información financiera	141
10.1.1	Información de auditorías y cuentas anuales	141
10.1.2	Información periódica semestral y trimestral	145
10.1.3	Novedades en la regulación	145
10.2	Información referida a accionistas significativos, consejeros, directivos y autocartera	146
10.3	Gobierno corporativo	150
10.3.1	Aspectos más significativos de las prácticas de gobierno de las sociedades cotizadas	151
10.3.2	Constitución y composición de los comités de auditoría	157
10.4	Hechos relevantes recibidos en la CNMV	157
<b>11</b>	<b>Supervisión de los mercados</b>	<b>159</b>
11.1	Actuaciones destacadas de la CNMV en los distintos mercados	159
11.1.1	Renta variable	160
11.1.2	Renta fija	163
11.1.3	Productos derivados	165
11.1.4	Registro, contrapartida, compensación y liquidación	167
11.1.5	Comunicación de operaciones sospechosas	168
11.2	Supervisión de las ofertas públicas de adquisición (opas)	169
11.3	La Unidad de Vigilancia de los Mercados	171



<b>12</b>	<b>Supervisión de entidades</b>	<b>175</b>
12.1	Supervisión de las normas de conducta y los requisitos organizativos en la prestación de servicios de inversión	175
12.1.1	Normas de conducta	175
12.1.2	Requisitos organizativos	178
12.1.3	Cambios normativos	179
12.2	Supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión	181
12.3	Supervisión de las instituciones de inversión colectiva	182
12.3.1	Supervisión de los requisitos prudenciales y las normas de conducta	183
12.3.2	Información a los inversores	184
12.3.3	Supervisión de gestoras de IICIL e IIC de IICIL	184
12.3.4	Supervisión de los depositarios de IIC	185
12.3.5	Supervisión de las IIC inmobiliarias	185
12.4	Supervisión de las entidades de capital-riesgo	186
12.5	Supervisión de las sociedades gestoras de fondos de titulización	187
12.6	Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales	187
<b>13</b>	<b>Atención al inversor</b>	<b>189</b>
13.1	Atención de reclamaciones	189
13.2	Información a los inversores	193
13.3	Fondo General de Garantía de Inversiones (FOGAIN)	194
13.4	Formación del inversor	195
13.4.1	Plan de Educación Financiera	195
13.4.2	Actividades formativas de la CNMV	196
<b>14</b>	<b>Actuaciones disciplinarias</b>	<b>199</b>
14.1	Expedientes sancionadores	199
14.1.1	Descripción de los expedientes	199
14.1.2	Registro público de sanciones por infracciones graves o muy graves	201
14.1.3	Criterios de interés	202
14.2	Servicio contencioso: revisión judicial de resoluciones sancionadoras y otras actuaciones ante los órganos jurisdiccionales	205
14.3	Denuncias	207
14.4	Unidad de Apoyo Internacional	208
14.5	Advertencias sobre entidades no autorizadas	208
<b>15</b>	<b>Actividades internacionales</b>	<b>209</b>
15.1	Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR)	209
15.2	Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)	214
15.3	Foros internacionales intersectoriales	217
15.4	Otros foros y actividades	217
<b>V</b>	<b>CNMV: aspectos organizativos, económicos e institucionales</b>	<b>221</b>
<b>16</b>	<b>Organización</b>	<b>223</b>
16.1	Recursos humanos y organización	223
16.2	Sistemas de información	226
<b>17</b>	<b>Gestión económica</b>	<b>229</b>
17.1	Ingresos y gastos	229
17.2	Estructura de tasas	229
<b>18</b>	<b>Agencia Nacional de Codificación de Valores</b>	<b>231</b>
<b>19</b>	<b>Comité Consultivo de la CNMV</b>	<b>235</b>
<b>VI</b>	<b>Informe del Órgano de Control Interno</b>	<b>239</b>
<b>VII</b>	<b>Cuentas de la CNMV</b>	<b>245</b>

<b>Anexos estadísticos</b>	<b>255</b>
Anexos estadísticos I: mercados y emisores	255
Anexos estadísticos II: entidades financieras y servicios de inversión	269
Anexos estadísticos III: regulación y supervisión	279
Anexos legislativos	297
<b>Anexos organizativos</b>	<b>313</b>

## Índice de recuadros

1.1	La relación entre los <i>credit default swaps</i> (CDS) y los diferenciales de los bonos	29
1.2	Indicadores de contagio del riesgo de crédito	32
2.1	El apalancamiento de las sociedades cotizadas en España	53
5.1	Proyecto de reforma del sistema español de compensación, liquidación y registro de valores	100
11.1	Consulta pública de la Comisión Europea sobre la modificación de la MiFID: infraestructuras de negociación	162
11.2	Reforma de la Directiva de Folletos	164
11.3	Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado (EMIR)	167
12.1	Guías de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad y sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión	176
12.2	Consulta pública de la Comisión Europea sobre la revisión de la MiFID: servicios de inversión	180
12.3	Circular 6/2010 sobre operaciones con instrumentos derivados de las IIC	185
15.1	La Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA)	210
16.1	Plan de Actividades de la CNMV 2011: revisión y actualización	227



## Índice de cuadros

1.1	Los mercados de renta variable: rentabilidad	37
1.2	Indicadores de la economía española	39
1.3	Resultados por sectores: empresas cotizadas no financieras	43
1.4	Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español (%)	45
2.1	Empresas no financieras en la Unión Europea: número, empleo y valor añadido. Estimaciones para 2008	63
3.1	Capitalización de la renta variable en las bolsas españolas	78
3.2	Número de sociedades cotizadas y capitalización por sectores	78
3.3	Capitalización y contratación bursátil en relación al PIB	79
3.4	Número de sociedades cotizadas en las bolsas españolas	80
3.5	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta	80
3.6	Contratación de la renta variable en las bolsas españolas	81
3.7	Contratación según modalidades en el mercado continuo	82
3.8	Crédito para compra de valores	83
3.9	Crédito para venta de valores y préstamo de valores	83
3.10	Ofertas públicas de adquisición de valores	84
3.11	Sociedades cotizadas en Latibex por países	85
4.1	Emisiones brutas y saldos vivos: distribución por emisores	87
4.2	Contratación en el mercado de deuda anotada	89
4.3	Emisiones brutas registradas en la CNMV: detalle por instrumentos	91
4.4	Emisiones brutas de renta fija privada de emisores españoles en el exterior	93
4.5	Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija en AIAF	94
4.6	Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija en bolsa	94
4.7	Contratación total en AIAF	95
4.8	Contratación de renta fija en las bolsas	95
5.1	Entidades participantes en Iberclear	97
5.2	Iberclear - CADE. Actividad de registro	98
5.3	Iberclear - CADE. Número de operaciones liquidadas	98
5.4	Iberclear - CADE. Importe de las operaciones liquidadas	99
5.5	Iberclear - SCLV. Actividad de registro	99
5.6	Iberclear - SCLV. Operaciones liquidadas	100
5.7	Evolución de la actividad en MEFFCLEAR	104
6.1	Negociación en los mercados de derivados financieros en España	106
6.2	Negociación en los mercados de derivados financieros europeos	106
6.3	Número de miembros en MEFF	107
6.4	Emisiones de <i>warrants</i> registradas en la CNMV	109
6.5	Emisiones de certificados registradas en la CNMV	109
6.6	Contratación de <i>warrants</i> en el mercado continuo	110
6.7	Contratación de certificados en el mercado continuo	110
6.8	Emisiones de contratos de compra/venta de opciones registradas en la CNMV	111
6.9	Número de miembros en MFAO	112
7.1	Distribución del patrimonio de los fondos de inversión	116
7.2	Altas y bajas en el registro de entidades	117
7.3	Distribución del patrimonio de las sociedades de inversión	118
7.4	Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGIC	122
7.5	Resultados antes de impuestos, ROE, número de entidades en pérdidas e importe de las pérdidas	122
8.1	Ingresos de las entidades de crédito por prestación de servicios en valores y comercialización de productos financieros no bancarios	125
8.2	Comisiones percibidas por servicios de inversión	126
8.3	Altas y bajas en el registro de entidades	127
8.4	Cuenta de pérdidas y ganancias de las sociedades de valores	128
8.5	Cuenta de pérdidas y ganancias de las agencias de valores	130
8.6	Resultados antes de impuestos, número de entidades en pérdidas e importe de las pérdidas antes de impuestos	131

8.7	Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGC	133
9.1	Altas y bajas en el registro	135
10.1	Resumen de las auditorías de entidades emisoras recibidas en la CNMV	142
10.2	Información requerida sobre políticas contables y desgloses de información	144
10.3	Número de notificaciones sobre derechos de voto correspondientes a accionista significativos	148
10.4	Número de notificaciones sobre derechos de voto correspondientes a consejeros	149
10.5	Número de notificaciones de autocartera según posición final	150
10.6	Requerimientos remitidos por la CNMV respecto a las recomendaciones del CUBG	154
10.7	Requerimientos de la CNMV relacionados con la definición vinculante de consejero independiente en el CUBG	155
10.8	Transacciones con partes vinculadas. Primer semestre de 2010	156
10.9	Hechos relevantes recibidos en la CNMV	158
11.1	Resumen de la actividad supervisora de mercados en 2010	159
11.2	Suspensiones temporales de cotización en bolsa	160
12.1	Supervisión de ESI: requerimientos remitidos por la CNMV en 2010	175
12.2	Supervisión de IIC: requerimientos remitidos por la CNMV en 2010	183
13.1	Reclamaciones tramitadas según tipo de resolución	189
13.2	Reclamaciones resueltas. Distribución por materia	190
13.3	Distribución por canal de recepción de las consultas	193
13.4	Evolución del número de entidades adheridas	194
13.5	Fichas y guías del inversor	197
14.1	Expedientes abiertos y concluidos	199
14.2	Número de infracciones de cada tipo en los expedientes sancionadores	200
14.3	Sanciones impuestas	201
14.4	Procedimientos en los que ha intervenido la CNMV en 2010	206
14.5	Denuncias realizadas en 2010	207
16.1	Plantilla de la CNMV: composición por categorías profesionales	223
16.2	Distribución del personal por departamentos	223
17.1	Ingresos por tasas en la CNMV	230
18.1	Número de valores y otros instrumentos financieros codificados durante los años 2009 y 2010	232
18.2	Consultas atendidas directamente por la ANCV	233
19.1	Tipo de expedientes sometidos a la opinión del Comité Consultivo	236
19.2	Actuaciones del Comité Consultivo de la CNMV en 2010	237

## Índice de gráficos

1.1	Evolución del comercio y de la producción industrial internacional	23
1.2	PIB: variaciones anuales	23
1.3	Inflación y producción industrial (variación anual)	24
1.4	Tipos de interés de intervención	25
1.5	Saldo fiscal público y deuda pública	26
1.6	La evolución de los mercados financieros en las economías emergentes	26
1.7	Tipos de interés a corto plazo (tres meses)	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	29
1.10	Emisiones netas de renta fija internacionales por tipo de instrumento	35
1.11	Primas de riesgo de crédito de deuda corporativa	35
1.12	Evolución de los principales índices bursátiles internacionales	36
1.13	Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles	37
1.14	Tipo de cambio del euro frente al dólar y al yen	38
1.15	Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de la economía española	40
1.16	Prima de riesgo de los emisores españoles	41
1.17	Evolución del Ibex 35 y de su volatilidad implícita	44
2.1	El peso relativo de la financiación de mercado frente al crédito bancario	49
2.2	Composición del pasivo de las sociedades no financieras (neto de revalorizaciones)	50
2.3	Descomposición del pasivo de las sociedades no financieras y de las instituciones financieras por sector de contrapartida	51
2.4	Coste de la financiación ajena por sector (en términos reales)	52
2.5	Deuda y crédito bancario por sectores productivos	53
2.6	Competencia bancaria y margen financiero	57
2.7	Descomposición por instrumento de la variación interanual del pasivo de las sociedades no financieras	60
2.8	Variaciones netas en la financiación de mercado y el crédito bancario de las sociedades no financieras	61
2.9	Activos más líquidos (efectivo y similares)	64
2.10	Tipos de interés de los créditos concedidos a empresas no financieras: zona del euro y España (nuevas operaciones)	65
2.11	Saldo vivo de los créditos concedidos a las empresas no financieras de la zona del euro (nuevas operaciones)	66
2.12	Emisiones de renta variable según el tamaño de la operación	67
2.13	Emisiones brutas de renta fija domésticas según el tamaño de la operación	67
4.1	Primas de CDS a 5 años sobre deuda soberana	89
4.2	Evolución de las emisiones de titulización registradas en la CNMV	92
7.1	Fondos de inversión (FI): distribución del patrimonio y rentabilidad por vocaciones	116
7.2	Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España	121
8.1	Sociedades de valores miembros de bolsa: volumen mediado y comisión efectiva media en renta variable nacional	129
8.2	Margen de cobertura sobre los recursos propios exigibles de las sociedades y agencias de valores	132
8.3	Patrimonio gestionado, comisiones percibidas y resultados antes de impuestos de las SGC	133
10.1	Revisiones sustantivas: número de requerimientos según motivo	144
10.2	Número de notificaciones registradas	147
10.3	Notificaciones de consejeros y accionistas significativos presentadas con demora	148
13.1	Consultas según materia	194





# Índice de anexos

## Anexos estadísticos 255

### Anexos estadísticos I: mercados y emisores 255

I.1	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta	255
I.2	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta: importe efectivo	256
I.3	Sociedades excluidas de cotización bursátil en 2010	257
I.4	Evolución de los índices sectoriales de la Bolsa de Madrid y la Bolsa de Barcelona	258
I.5	Concentración sectorial de la capitalización	259
I.6	Concentración de la contratación bursátil de renta variable	259
I.7	Porcentaje de la capitalización por sectores y mayores empresas respecto al conjunto del mercado	260
I.8	Capitalización y contratación de las sociedades pertenecientes al Ibex 35	261
I.9	Ofertas públicas de adquisición de valores autorizadas en 2010	262
I.10	Sociedades cotizadas en Latibex por sectores	262
I.11	Emisiones brutas de las Administraciones Públicas	263
I.12	Emisiones netas de las Administraciones Públicas	263
I.13	Contratación de deuda del Estado entre titulares de cuenta. Operaciones a vencimiento, con pacto de recompra y simultáneas	264
I.14	Contratación de deuda del Estado entre titulares y terceros. Operaciones a vencimiento, con pacto de recompra y simultáneas	264
I.15	Número de emisores y emisiones registradas en la CNMV: detalle por instrumentos	265
I.16	Principales emisores de renta fija registrados en la CNMV en 2010	265
I.17	Principales emisores de renta fija registrados en la CNMV en 2010. Detalle por instrumentos	266
I.18	Emisores de pagarés: mayores saldos vivos a 31 de diciembre de 2010	267
I.19	Principales emisores de bonos de titulización en 2010	267
I.20	Emisiones de titulización, por naturaleza del activo titulado	268
I.21	Contratación en AIAF por cuenta propia	268

### Anexos estadísticos II: entidades financieras y servicios de inversión 269

II.1	Número, partícipes, patrimonio y descomposición de la variación patrimonial de los fondos de inversión mobiliarios e inmobiliarios	269
II.2	Cartera de los fondos: peso en el saldo vivo de valores españoles	270
II.3	Gastos repercutidos a los fondos de inversión de carácter financiero	270
II.4	Evolución de las rentabilidades y las suscripciones netas de los fondos de inversión	271
II.5	IIC extranjeras comercializadas en España	272
II.6	Sociedades gestoras de IIC (SGIIC): altas y bajas en 2010	272
II.7	ESI extranjeras con pasaporte comunitario: Estado Miembro de origen	273
II.8	Altas y bajas de sociedades y agencias de valores, sociedades gestoras de cartera, empresas de asesoramiento financiero y ESI extranjeras con sucursal	274
II.9	Cambios de control en sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de cartera. 2010	276
II.10	ESI españolas con pasaporte comunitario. Estado Miembro de acogida	276
II.11	Entidades de crédito extranjeras autorizadas para prestar servicios de inversión en España a 31 de diciembre de 2010. Estado Miembro de origen	277

### Anexos estadísticos III: regulación y supervisión 279

III.1	Número de accionistas de las sociedades del Ibex 35 con participación significativa	279
III.2	Resolución de expedientes sancionadores en 2010	280

III.3	Relación de sentencias recaídas en recursos contencioso-administrativos (RCA) durante 2010 contra resoluciones en materia de sanciones	282
III.4	Advertencias al público sobre entidades no registradas	283

#### **Anexos legislativos** 297

A.	Legislación española	297
A.1	Comisión Nacional del Mercado de Valores	297
A.2	Mercados secundarios oficiales de valores y otros sistemas de negociación	297
A.3	Codificación de valores	298
A.4	Fondos de titulización	298
A.5	Empresas de servicios de inversión y otras entidades de crédito	299
A.6	Instituciones de inversión colectiva y entidades de capital-riesgo	302
A.7	Medidas frente a la crisis económica	304
A.8	Otras normas	304
B.	Legislación europea	307
B.1	Sistema europeo de supervisión financiera	307
B.2	Mercados primarios	309
B.3	Instituciones de inversión colectiva	309
B.4	Normas internacionales de información financiera	310
B.5	Otras normas	312

#### **Anexos organizativos** 313

	Composición del Consejo de la CNMV a 30 de abril de 2011	313
	Composición del Comité Ejecutivo de la CNMV a 30 de abril de 2011	313
	Composición del Comité Consultivo de la CNMV a 30 de abril de 2011	314
	Organigrama de la CNMV	315

## I Marco económico y financiero



La economía mundial mantuvo durante 2010 la senda de recuperación que inició a mediados de 2009, como resultado del dinamismo de las principales economías emergentes, en un contexto en el que las economías industrializadas más importantes mostraron un comportamiento dispar. El fuerte encarecimiento de las materias primas y algunos alimentos no elaborados que comenzó en la segunda mitad de 2010 dio lugar a un aumento sustancial de las tasas de inflación a nivel global. Esto último ha motivado recientemente un adelanto en el perfil temporal esperado de las subidas de tipos de interés por parte de los principales bancos centrales. En el caso de la zona del euro, el repunte en las expectativas de inflación ya ha propiciado el primer aumento de los tipos de interés oficiales desde julio de 2008<sup>1</sup>.

La evolución de los mercados financieros internacionales a lo largo de 2010, particularmente los europeos, estuvo condicionada por los sucesivos episodios de inestabilidad en los mercados de deuda soberana en varias economías de la zona del euro. En los países europeos con una posición fiscal más vulnerable se produjo un aumento significativo de los indicadores de riesgo soberano, que alcanzaron máximos en mayo, coincidiendo con los peores momentos de la crisis griega, y en diciembre, a raíz del episodio irlandés. Al mismo tiempo, el aumento de la incertidumbre causado por estos episodios intensificó notablemente el papel de «activo refugio» de las deudas públicas alemana y estadounidense y, en menor medida, de la británica.

En el segmento de renta fija privada, estos episodios de inestabilidad en los mercados de deuda pública se tradujeron en una reducción sustancial de las emisiones, particularmente para las entidades financieras europeas. Por su parte, los mercados internacionales de renta variable mostraron un comportamiento heterogéneo a lo largo del ejercicio, que se saldó con subidas de las bolsas estadounidenses, alemana y británica y retrocesos en los mercados de las economías europeas más vulnerables y también en los japoneses.

En este marco, la economía española superó técnicamente la recesión en el primer trimestre de 2010, lo cual no impidió que en el conjunto de 2010 el PIB retrocediese levemente (-0,1%). Este dato contrasta con la fuerte caída de 2009 (-3,7%), pero pone de manifiesto un comportamiento relativo peor que el de otras economías de referencia. Así, la zona del euro creció un 1,7%, EE.UU. un 2,9% y el Reino Unido un 1,4%. La incipiente recuperación de la actividad doméstica no fue suficiente para permitir una mejora en las cifras del mercado de trabajo y la tasa de desempleo alcanzó el 20,3% al final del año. Las medidas de contención del gasto público propiciaron una reducción notable del déficit, si bien las necesidades de financiación de

---

1 El 7 de abril, el BCE decidió incrementar el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 25 puntos básicos hasta situarse en el 1,25% (a partir de las operaciones liquidadas el 13 de abril de 2011).

las AA.PP. siguieron siendo cuantiosas. El ejercicio se cerró, para el conjunto de las AA.PP., con un déficit del 9,2% y una deuda acumulada del 60%, ambos en términos de PIB.

En el ámbito financiero, los sucesivos episodios de inestabilidad en los mercados de deuda soberana tuvieron un impacto sustancial en los mercados domésticos, tanto de renta variable como de renta fija. En los primeros, la cotización del Ibex 35 retrocedió un 17,4% en 2010, lo que supuso uno de los peores registros entre las plazas europeas, mientras que su volatilidad alcanzó máximos en mayo cercanos al 70%, superiores a los de otros índices pero por debajo de los máximos observados tras la quiebra de Lehman Brothers. Por el contrario, las condiciones de liquidez del mercado mejoraron a lo largo del ejercicio, en un marco de fuerte aumento de la contratación. En el mercado de deuda pública, los indicadores de riesgo soberano alcanzaron máximos en noviembre, en línea con lo observado para otras economías europeas periféricas. Al mismo tiempo, el volumen de emisiones de deuda privada descendió de forma sustancial, especialmente en el caso de las entidades financieras.

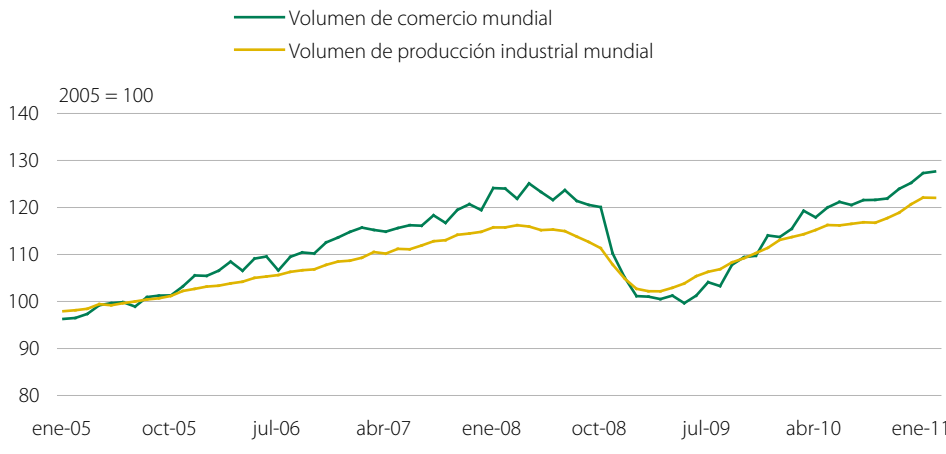
Las primeras semanas de 2011 se caracterizaron por un descenso notable de la incertidumbre agregada, como consecuencia de las expectativas acerca del reforzamiento del mecanismo de asistencia financiera puesto en marcha por la Unión Europea y de la publicación de varios indicadores que apuntaban hacia el mantenimiento de la recuperación de la actividad mundial. En este contexto, los indicadores de riesgo soberano en Europa han mostrado desde comienzos de este año un comportamiento desigual entre los países más afectados por la crisis de la deuda. Así, mientras se observaba el mantenimiento de niveles de riesgo muy elevados para Grecia, Irlanda y Portugal, los indicadores apuntaban hacia una moderación del riesgo para España e Italia. Esta divergencia empezó a observarse semanas antes de que Portugal solicitara apoyo financiero a la Unión Europea<sup>2</sup>.

## 1.1 Entorno internacional

### 1.1.1 La economía internacional

#### Continuó la recuperación de la actividad aunque a velocidades diferentes

En 2010, la economía mundial mantuvo la senda de recuperación que inició a mediados de 2009, si bien se evidenció un comportamiento dual, con un mayor dinamismo de las economías emergentes frente a los países industrializados, que, en su conjunto, continuaron sufriendo de manera más intensa las secuelas de la crisis financiera. Así, el crecimiento de la actividad global en 2010 ascendió al 5% (-0,6% en 2008), como resultado del avance de las economías emergentes (7,1%) y, en menor medida, de las economías avanzadas (3%). Esta recuperación de la actividad económica mundial tuvo su reflejo en la rápida recuperación de la actividad comercial internacional a lo largo del último año y medio (véase gráfico 1.1).



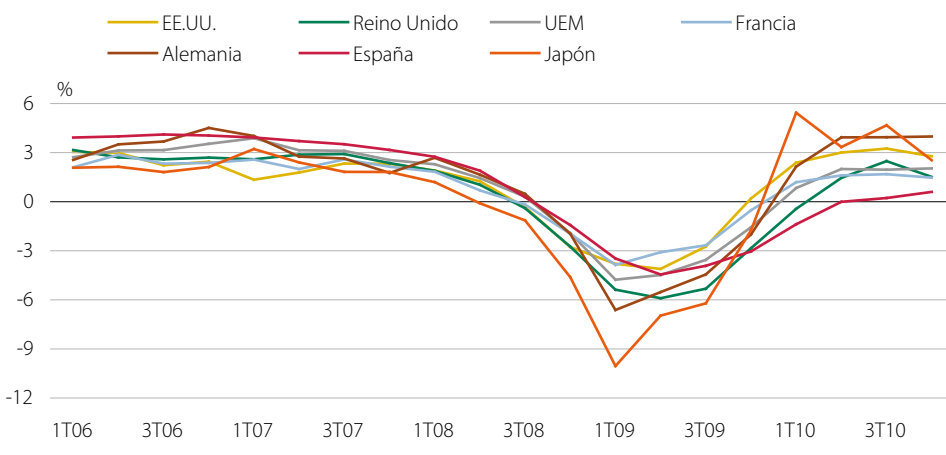
Fuente: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

Para el conjunto de las economías industrializadas se observó una elevada heterogeneidad en cuanto al ritmo de la recuperación, que fue particularmente palpable en Europa, donde el crecimiento de la actividad en 2010 estuvo liderado por la economía alemana, que avanzó un 3,6%, mientras que el resto de los países crecieron a tasas cercanas en promedio al 1,5% o incluso decrecieron. Fuera del contexto europeo, destacó el fuerte crecimiento de la economía japonesa (3,9%) y de la estadounidense (2,9%).

El dinamismo de las economías emergentes, basado en muchos casos en el empuje del sector exportador pero también, de forma creciente, en el incremento de la demanda interna, continuó siendo particularmente elevado en las economías emergentes asiáticas, encabezadas por China, que creció un 10,3% (9,2% en 2009), y por India, que creció un 9,7% (5,7% en 2009). También destacó en este contexto la fuerte recuperación de las economías emergentes latinoamericanas, lideradas por Brasil y México, que, tras retroceder en conjunto algo menos de un 2% en 2009, crecieron a tasas cercanas al 6% en 2010.

PIB: variaciones anuales

GRÁFICO 1.2



Fuente: Thomson Datastream.

La recuperación de la actividad en las economías industrializadas no ha tenido, por el momento, la intensidad suficiente para permitir una mejora sustancial en el mer-

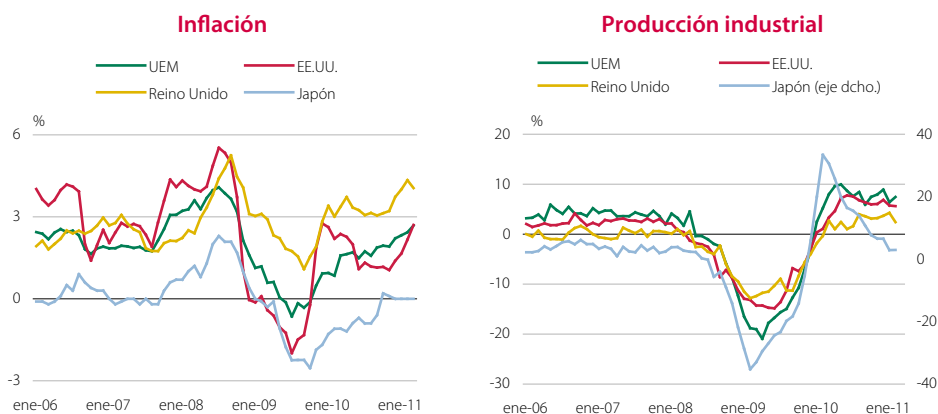
cado de trabajo. En efecto, las tasas de desempleo de las principales economías permanecieron relativamente estables a lo largo de 2010, en torno al 10% tanto en la zona del euro como en EE.UU., en un marco de tasas de creación de empleo neto prácticamente nulas<sup>3</sup>.

### Las tasas de inflación se incrementan por el encarecimiento de las materias primas

El incremento de las tasas de inflación observado en las economías industrializadas a lo largo de 2010 reflejó principalmente el repunte en los precios de la energía y de las materias primas no energéticas. Así, las tasas subyacentes permanecieron relativamente estables en un entorno con un alto grado de capacidad productiva sin utilizar y unas tasas de desempleo aún elevadas (véase gráfico 1.3). Con todo, las perspectivas de inflación en las principales economías avanzadas, a excepción de la economía nipona que presentó deflación, permanecieron ancladas en niveles moderados en la primera mitad de 2010, por lo que no se produjeron movimientos en los tipos de interés oficiales.

Inflación y producción industrial (variación anual)

GRÁFICO 1.3



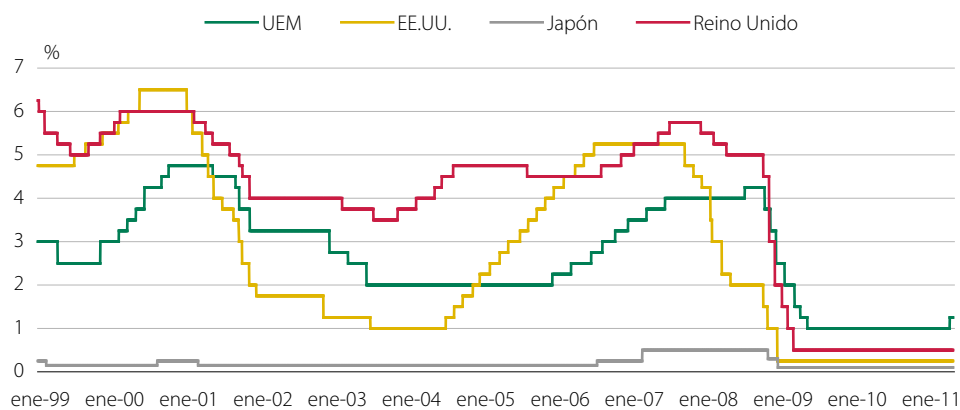
Fuente: Thomson Datastream.

Sin embargo, recientemente se ha llevado a cabo una revisión al alza, relativamente generalizada, de las tasas de inflación esperadas como consecuencia, principalmente, de las tensiones geopolíticas en varios países exportadores de petróleo. El aumento de las expectativas de inflación ya se ha traducido en expectativas de subidas de los tipos de interés oficiales en las principales economías industrializadas. De hecho, el BCE, que había mantenido los tipos de interés sin variaciones desde mayo de 2009, decidió a principios de abril de 2011 incrementar el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 25 puntos básicos hasta situarlo en el 1,25%<sup>4</sup> (véase gráfico 1.4).

3 La tasa de variación anual de empleo está en torno a cero en las economías más importantes (EE.UU., Japón, zona del euro y Reino Unido).

4 La fecha de cierre del informe es el 30 de abril. Los gráficos de este capítulo incorporan la información disponible hasta la fecha de cierre del informe.





Fuente: Thomson Datastream.

En el ámbito de las economías emergentes, varios países endurecieron su política monetaria a lo largo de 2010, en un marco de presiones inflacionistas crecientes como consecuencia de la fortaleza de la actividad exterior y la demanda doméstica. En particular, así ha ocurrido en India, China y Corea del Sur entre las economías asiáticas y en Chile y Brasil, en Latinoamérica. Algunas, además, introdujeron diversas medidas de control de capitales, a la vista de la presión apreciatoria sobre sus divisas y la volatilidad, en algunos momentos, de los flujos de capitales.

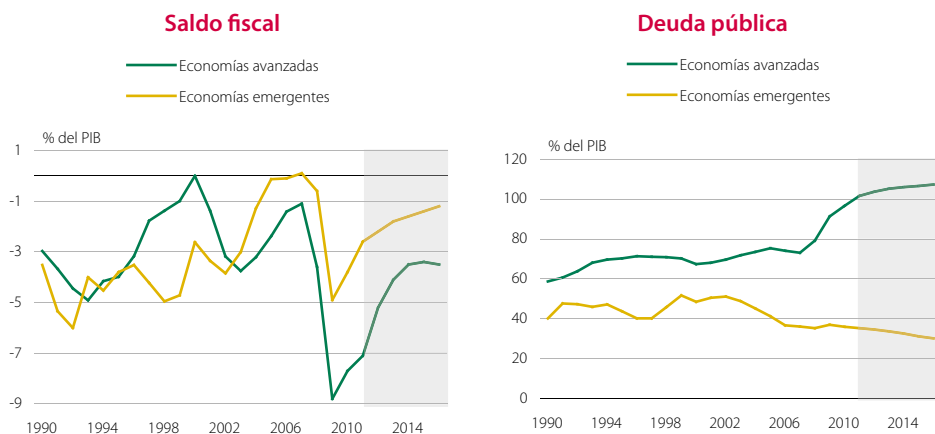
### Asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas continúa siendo una prioridad

Tras el fuerte incremento del déficit y la deuda públicos en 2009, principalmente en las economías industrializadas, en 2010 se observó una cierta corrección en el déficit, que, sin embargo, no fue suficiente para detener la tendencia alcista de la deuda. En este entorno, asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas sigue siendo un reto importante para una gran parte de las economías, sobre todo las industrializadas, que parten de unos niveles sensiblemente superiores de déficit y deuda públicos.

En el conjunto de las economías avanzadas, el tono de la política fiscal, con pocas excepciones, continuó siendo expansivo en 2010 (particularmente en EE.UU. y en Japón). Así, a pesar de la recuperación de la actividad en estos países, el déficit público apenas se redujo en un punto porcentual del PIB, desde el 8,8% en 2009 al 7,9% en 2010, mientras que la deuda pública creció desde el 91,4% del PIB hasta el 96,5% (véase gráfico 1.5). En el conjunto de las economías emergentes, el déficit público se redujo desde el 4,8% del PIB en 2009 hasta el 4,1% en 2010, como resultado de la recuperación de la actividad y de un ligero endurecimiento en el tono de su política fiscal. La deuda pública se redujo desde el 37,2% del PIB en 2009 hasta el 36,9% en 2010. Como se aprecia en el gráfico 1.5, el FMI prevé un considerable grado de persistencia en los déficits fiscales y en la deuda durante los próximos años, sobre todo en los países desarrollados.

## Saldo fiscal público y deuda pública

GRÁFICO 1.5



Fuente: FMI, Fiscal Monitor (abril de 2011).

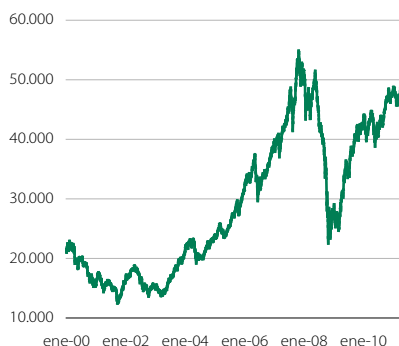
### Notable incremento en los flujos de capital hacia algunas economías emergentes

En línea con un mayor diferencial entre los tipos de interés de la mayoría de las economías emergentes y los de los principales bancos centrales, y con unas mejores perspectivas de crecimiento en los países emergentes, desde 2009 se observa un fuerte incremento de las entradas de capitales en algunos de estos países, tanto en la modalidad de inversión directa como a través de inversiones en cartera. En algunos casos, la fuerte entrada de capitales extranjeros podría estar contribuyendo a la acumulación de ciertos desequilibrios macrofinancieros, como la posible sobrevaloración en algunos mercados de activos de estos países, y al incremento en el grado de vulnerabilidad de estas economías frente a un cambio repentino en la disponibilidad de fondos extranjeros.

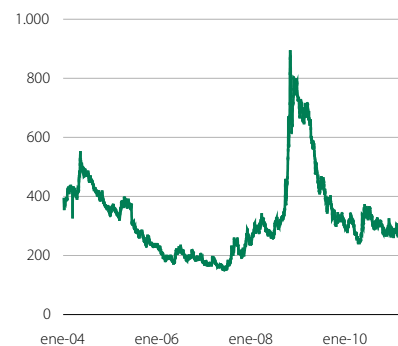
### La evolución de los mercados financieros en las economías emergentes

GRÁFICO 1.6

#### Índice de renta variable emergente (MSCI)



#### Prima de riesgo de la deuda emergente (EMBI)



Fuente: Thomson Datastream y Bloomberg.

### 1.1.2 Evolución de los mercados financieros internacionales

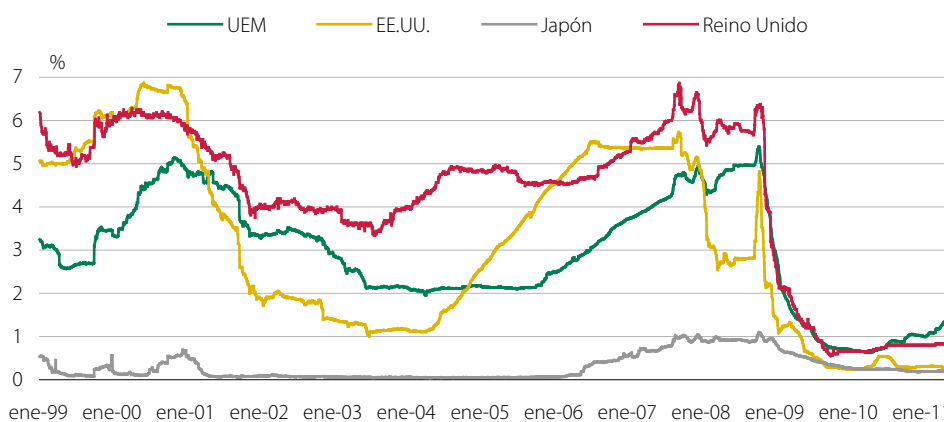
Marco económico  
y financiero  
Entorno económico  
y financiero

#### Los tipos de interés a corto plazo continúan en mínimos históricos

En un contexto de tipos de interés oficiales reducidos, los tipos en los mercados interbancarios a diferentes plazos se mantuvieron en niveles históricamente reducidos en 2010. Únicamente en la zona del euro se produjo un leve repunte en los tipos de interés en la segunda mitad del año, debido inicialmente a las turbulencias en los mercados de deuda soberana, que tuvieron su reflejo en un aumento del riesgo de contraparte entre las entidades financieras que utilizan los títulos de deuda pública como garantía en sus operaciones de financiación, y, más recientemente, al cambio en las expectativas de inflación (véase gráfico 1.7).

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

GRÁFICO 1.7



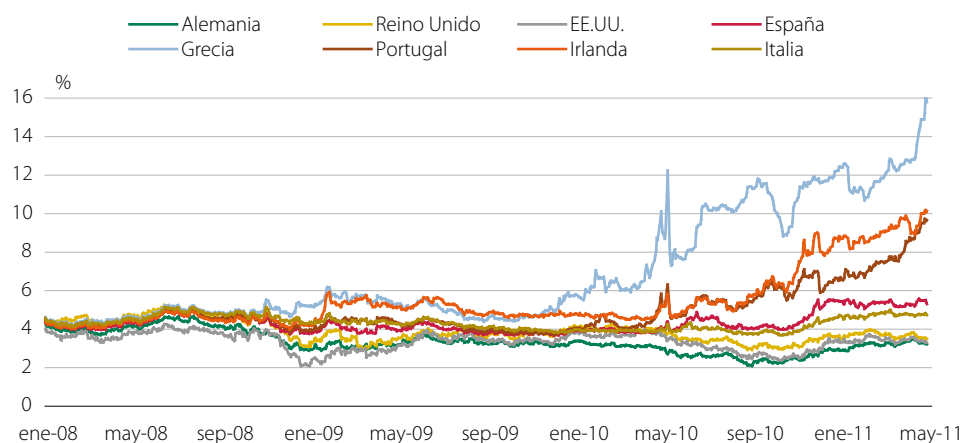
Fuente: Thomson Datastream. (1) Líbor a tres meses.

#### Los episodios de turbulencias de deuda soberana europea marcan el rumbo de los mercados internacionales de renta fija

En 2010, el aumento de la incertidumbre agregada generado por los sucesivos episodios de crisis de deuda soberana europea intensificó notablemente el papel de «activo refugio» de la deuda pública alemana y estadounidense y, en menor medida, de la británica. Como se refleja en el gráfico 1.8, durante los episodios de mayores turbulencias se produjeron de forma paralela descensos en las rentabilidades de la deuda de estos países e incrementos de las rentabilidades de la deuda de los países con mayores elementos de fragilidad.

## Rentabilidades de la deuda pública a diez años

GRÁFICO 1.8



Fuente: Thomson Datastream.

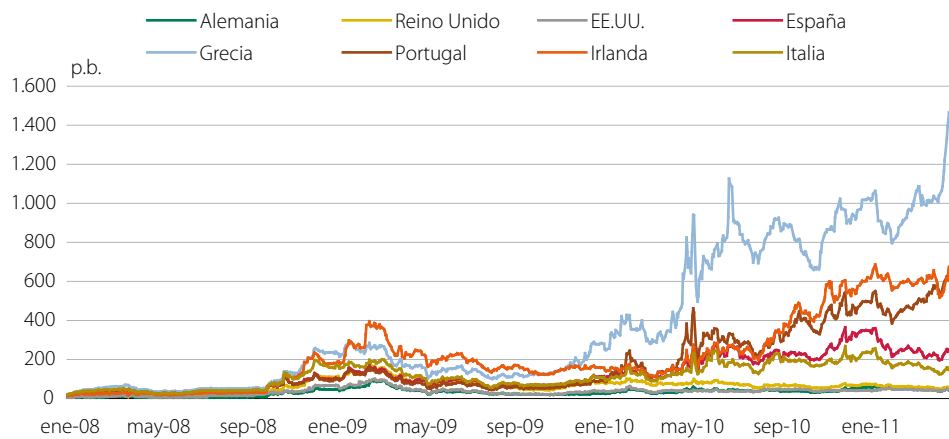
El comienzo de la crisis de deuda soberana griega produjo un aumento generalizado de las primas de los CDS de aquellas economías europeas más vulnerables, que alcanzaron niveles muy elevados en mayo (véase gráfico 1.9). Posteriormente, la aprobación de un mecanismo de asistencia financiera en el marco de la Unión Europea, la adopción de varios planes de ajuste fiscal y de reformas estructurales en diversas economías europeas y la puesta en marcha por parte del BCE de varias medidas para favorecer la liquidez en algunos mercados de deuda pública y privada permitieron contener la tendencia alcista en las primas de riesgo.

A lo largo de los últimos meses del año, los precios de los CDS comenzaron de nuevo a aumentar, impulsados, en esta ocasión, por la debilidad del sistema financiero y las finanzas públicas irlandesas. Tras las medidas para el rescate de la economía irlandesa acordadas en el seno de la UE el 28 de noviembre<sup>5</sup>, los CDS soberanos de las economías más afectadas siguieron una cierta tendencia descendente, que se prolongó hasta principios de febrero de 2011. Desde entonces, los indicadores de riesgo soberano se mantienen en niveles históricamente elevados. No obstante, se observa un cierto comportamiento divergente entre los indicadores de Grecia, Irlanda y Portugal, que repuntan con cierta intensidad, y los de España e Italia, que desde entonces han tendido a moderarse.

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

## Primas de riesgo de crédito de los CDS de bonos soberanos

GRÁFICO 1.9



Fuente: Thomson Datastream.

Marco económico  
y financiero  
Entorno económico  
y financiero

### La relación entre los *credit default swaps* (CDS) y los diferenciales de los bonos

RECUADRO 1.1

Antes del colapso de Lehman Brothers, la actividad en los mercados de CDS referenciados a bonos soberanos era escasa y las primas de riesgo correspondientes eran muy reducidas para la práctica totalidad de las economías de referencia. Posteriormente, y en especial a partir de los sucesivos episodios de crisis de deuda soberana europea, la actividad en los mercados de CDS soberanos creció sustancialmente, al mismo tiempo que las primas de riesgo de la deuda pública de las economías europeas periféricas aumentaban significativamente. En este contexto, la relación entre los mercados de bonos soberanos y los de CDS atrajo a lo largo de 2010 un interés creciente por parte de analistas, inversores e, incluso, autoridades supervisoras y reguladoras<sup>1</sup>.

En un estudio reciente Arce, Mayordomo, y Peña<sup>2</sup> (2011) analizan la relación entre los mercados de CDS y de bonos a lo largo de los últimos años, con especial énfasis en las siguientes cuestiones: 1) la existencia de desviaciones persistentes entre los *spreads* de los CDS y los de los bonos, 2) los determinantes de las diferencias entre ambos indicadores de riesgo y 3) el grado de eficiencia en la formación de precios de ambos mercados, entendida ésta como la velocidad con que los precios recogen la llegada de nueva información al mercado.

#### 1) Desviaciones persistentes entre los *spreads* de los CDS y los de los bonos.

De acuerdo con la relación teórica de no arbitraje que debería existir entre estos dos instrumentos financieros<sup>3</sup>, en ausencia de fricciones en ambos mercados, la «base», definida como la diferencia entre los dos *spreads*, no debería ser distinta de cero de manera persistente. Conforme a esta hipótesis, la evidencia disponible no permite concluir que existan bases *persistentemente* positivas o negativas en el periodo anterior a la crisis, aunque sí se detectan bases *puntualmente* distintas de cero. Por el contrario, durante la crisis, se detectan desviaciones persistentes entre ambas medidas de riesgo para algunos de los países analizados, que normalmente son de signo negativo (es decir, el *spread* del bono es persistentemente superior al *spread* del

CDS). Estas desviaciones son debidas, entre otros factores, a la presencia de varias fricciones en estos mercados, como las restricciones a las posiciones cortas, los costes de financiación, las diferencias de liquidez entre ambos activos y el riesgo de contraparte presente en los mercados de CDS (es decir, la posibilidad de que el oferente de estos derivados no cumpla sus compromisos en caso de que se produzca un impago en el bono).

2) **Determinantes de las desviaciones temporales entre los *spreads* de los CDS y los de los bonos.** Como variables potencialmente explicativas del comportamiento de la base a lo largo del tiempo deben considerarse simultáneamente tanto factores específicos del mercado en cuestión como factores indicativos del nivel de riesgo agregado. Los resultados obtenidos de este análisis indican lo siguiente:

- Los factores de riesgo agregado, tanto los referidos a riesgo global como al propio riesgo-país, no resultan especialmente significativos, lo que refleja la ausencia de diferencias importantes en la forma en que los mercados de riesgo de crédito soberano valoran el riesgo de naturaleza macroeconómica.
- En cuanto a los factores de mercado, el riesgo de contraparte tiene un efecto claramente negativo y significativo sobre la base, en línea con la intuición económica, que, además, se hace particularmente intenso a partir de 2008, coincidiendo con los problemas evidenciados por algunos de los principales bancos de inversión estadounidenses más activos en estos mercados. Por otro lado, los costes de financiación tienen un efecto negativo sobre la base, en la medida en que afectan en mayor grado a la demanda de bonos que a la de CDS, puesto que la primera es más intensiva en necesidades de financiación al permitir menores ratios de apalancamiento.
- Las estimaciones revelan que la base muestra una elevada persistencia, es decir, una velocidad de ajuste relativamente reducida hacia la relación de equivalencia de largo plazo entre el *spread* del bono y el del CDS.

3) **Identificación del grado relativo de eficiencia en la formación de precios de cada mercado.** Los resultados de este análisis indican que, antes del colapso de Lehman Brothers, el mercado de CDS lideraba con claridad al mercado de bonos en el proceso de formación de precios, en línea con otros análisis anteriores basados en información de CDS y de bonos corporativos para periodos anteriores a la crisis<sup>4</sup>. Sin embargo, desde el comienzo de la crisis, el mercado de CDS no siempre lidera al de bonos y, de hecho, la eficiencia en la formación de precios relativa del mercado de bonos mejora considerablemente a partir del año 2008. En concreto, las ganancias en eficiencia relativa por parte del mercado de bonos soberano suelen tener lugar en torno a episodios concretos que conllevan un aumento en el nivel de incertidumbre agregada, como los rescates de Bear Stearns, en marzo de 2008, y de AIG, en septiembre de 2008, la quiebra de Lehman Brothers, en ese mismo mes, y la crisis de deuda soberana en Grecia, en mayo de 2010. A partir de esta última fecha, el mercado de CDS comenzó a reflejar la información de forma comparativamente más eficiente, aun-

que en algunos países, como Austria, Bélgica, Finlandia e Italia, el mercado de bonos continuó liderando, en media, el proceso de formación de precios. Finalmente, el análisis detecta que un aumento en los costes de financiación favorece el liderazgo del mercado de CDS, debido al mayor efecto relativo que estos costes tienen sobre la demanda de bonos, y a que un mayor nivel de riesgo de contraparte conlleva una reducción de la eficiencia del mercado de CDS. Por su parte, los cambios en las condiciones de liquidez de los mercados aparecen como un factor relevante en la medida en que un aumento en el grado de liquidez de un mercado respecto al otro tiende a potenciar su papel de liderazgo en la formación de precios.

En vista de los resultados anteriores, cabe esperar que la tendencia actual de la regulación, en la que se propicia la utilización de las cámaras de contrapartida central (CCC) en los contratos de derivados, como los CDS, susceptibles de ser estandarizados, conlleve una reducción sistemática del riesgo de contraparte en estos mercados. A su vez, los efectos positivos de una mayor estandarización sobre la liquidez de estos mercados, junto con los esfuerzos regulatorios para incrementar su nivel de transparencia, podrían contribuir a aumentar sustancialmente el grado de eficiencia de los mercados de CDS<sup>5</sup>.

- 1 Véase Ó. Arce, J. González-Pueyo y L. Sanjuán (2010), *El mercado de credit default swaps: Áreas de vulnerabilidad y respuestas regulatorias*, Documento de Trabajo nº 42 de la CNMV.
- 2 Ó. Arce, S. Mayordomo y J. I. Peña (2011), *Is Sovereign Credit Risk Determined by the Same Information in Credit Default Swap and Bond Markets?*, de próxima publicación en la serie de Documentos de Trabajo de la CNMV.
- 3 Arce et al. (2011) consideran el *spread* del bono como la diferencia entre la rentabilidad del bono de un país y la rentabilidad del bono alemán ajustada por la prima del CDS alemán, ambos con vencimiento a cinco años. El *spread* resultante se compara con el *spread* del CDS del país en cuestión a cinco años. Se consideran once países de la Unión Económica Monetaria (Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Holanda, Portugal y España) desde enero de 2004 hasta septiembre de 2010.
- 4 Véase, por ejemplo, R. Blanco, S. Brennan y I. W. Marsh (2005), «An Empirical Analysis of the Dynamic Relation between Investment-Grade Bonds and Credit Defaults Swaps», en *Journal of Finance*, Vol. 60, pp. 2.255 – 2.281.
- 5 Para una revisión de las principales iniciativas regulatorias en este ámbito tanto a nivel global como en la Unión Europea, véanse Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) y Technical Committee of IOSCO (2010), *Considerations for trade repositories in OTC derivatives markets*; Financial Stability Board (2010), *Implementing OTC Derivatives Market Reforms*; y Comisión Europea (2010), *Proposal for a regulation of the European Parliament and the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade depositories*.

En periodos de turbulencias en los mercados financieros, como los analizados aquí, en el contexto de la deuda soberana de algunos países europeos, es habitual que tengan lugar procesos de contagio o transmisión de *shocks* desde determinados activos, mercados o países hacia otros. Medir estos efectos de contagio resulta relevante puesto que informan sobre la parte de la variación de los precios de los activos que no responde a cambios en los fundamentos del activo en cuestión, sino que tiene origen en *shocks* externos. De este modo, los indicadores de contagio proporcionan información acerca del origen del riesgo sistémico presente en un mercado, sector o área geográfica. En el recuadro R1.2 se presentan los resultados de un análisis de identificación de este tipo de efecto contagio en el marco de la actual crisis financiera.

## Indicadores de contagio del riesgo de crédito

RECUADRO 1.2

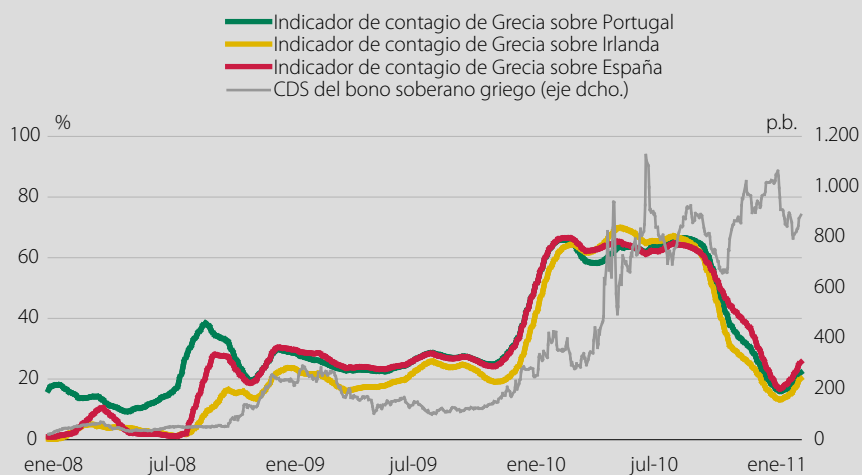
En este recuadro se recogen los principales resultados de un análisis de identificación del efecto contagio de riesgo de crédito con el objeto de analizar, en primer lugar, el papel de la economía española como emisora y receptora de riesgo de crédito soberano y, en segundo lugar, la dinámica de la transmisión de riesgo de crédito entre el sector público y el sector financiero español<sup>1</sup>.

### Efecto contagio en los mercados de deuda pública

La crisis de deuda griega, que comenzó a finales de 2009, causó un efecto de contagio sustancial desde los primeros momentos de la crisis, que fue particularmente intenso en las economías europeas periféricas. Como se observa en el gráfico R2.1, en los momentos de máxima intensidad de ese episodio, cerca del 70% de la variación en los precios de los CDS de los bonos soberanos de Portugal, España e Irlanda debida a nueva información tenía su origen en las variaciones registradas en el riesgo de crédito del bono griego. El efecto de estos *shocks* fue sustancial, si atendemos al nivel de riesgo de crédito que llegó a tener la deuda soberana griega<sup>2</sup>.

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

GRÁFICO R2.1



Fuente: CNMV. (1) El indicador de contagio recoge el porcentaje de la variación de las primas del CDS del bono de Portugal, Irlanda y España que no es debida a la información histórica de las primas del CDS de estos tres países y de Grecia, sino a los *shocks* contemporáneos del riesgo de crédito de Grecia. Este indicador toma valores más elevados conforme aumenta la intensidad del efecto que producen los *shocks* específicos de riesgo soberano griego. El caso extremo en el que el índice de contagio tome valor cien estaría indicando que los *shocks* procedentes del riesgo crediticio de Grecia explican la totalidad de la variación de la parte de riesgo crediticio debida a todos los *shocks* contemporáneos que afectan a las primas de los CDS de España, Grecia, Irlanda y Portugal. Un valor nulo indicaría que los *shocks* de riesgo de crédito de Grecia no tienen ninguna influencia contemporánea sobre el riesgo crediticio de los otros países.

A partir de mayo de 2010, la conjunción de factores estabilizadores, incluyendo la aprobación del mecanismo de asistencia financiera en el marco de la Unión Europea ese mismo mes y la publicación de las pruebas de resistencia

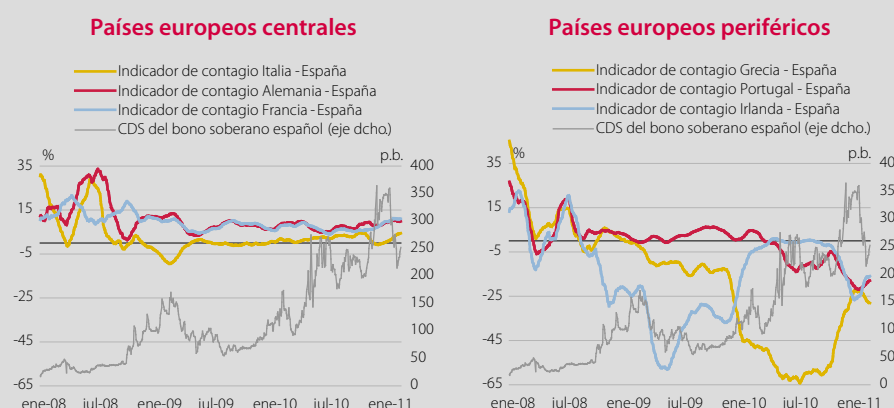


sobre la banca europea a finales de julio, permitieron la contención de la dependencia del riesgo soberano griego. La eficacia de las medidas adoptadas favoreció, además, un descenso en las primas de los CDS del resto de las economías europeas periféricas, propiciado por un efecto de contagio que, en esta fase, contribuyó a ese descenso. A partir de la segunda mitad del año, el efecto de contagio procedente de Grecia se redujo sensiblemente<sup>3</sup>.

Por su parte, el efecto de contagio de la economía española en términos netos, es decir, teniendo en cuenta la posibilidad de emitir y recibir *shocks* de riesgo soberano de forma simultánea, difiere considerablemente dependiendo de la economía europea contemplada. Como se observa en el panel izquierdo del gráfico R2.2, la economía española es emisora (en términos netos) de *shocks* de riesgo de crédito sobre las economías europeas centrales, concretamente sobre Alemania y Francia y, en menor medida, sobre Italia. Este efecto contagio, que fue más intenso a principios de 2008, perdió intensidad a medida que otros emisores de *shocks* (Grecia e Irlanda) cobraban un protagonismo mayor. En todo caso, cabe señalar que el contagio procedente de la deuda pública española sobre la deuda de estos países a lo largo de todo el periodo examinado ha sido, en general, bastante modesto.

Por el contrario, en relación a las economías periféricas (panel derecho del gráfico R2.2), la economía española ha sido normalmente receptora (en términos netos) de *shocks* de riesgo soberano, excepto en la primera mitad de 2008, cuando, no obstante, el nivel de riesgo soberano español era reducido. A partir de estos indicadores de contagio, se infiere que la crisis de deuda griega tuvo un impacto sobre el riesgo aparente de la deuda española notablemente superior al que, posteriormente, provino de los mercados irlandés y portugués.

Indicadores de contagio neto entre España y otras economías<sup>1</sup> GRÁFICO R2.2

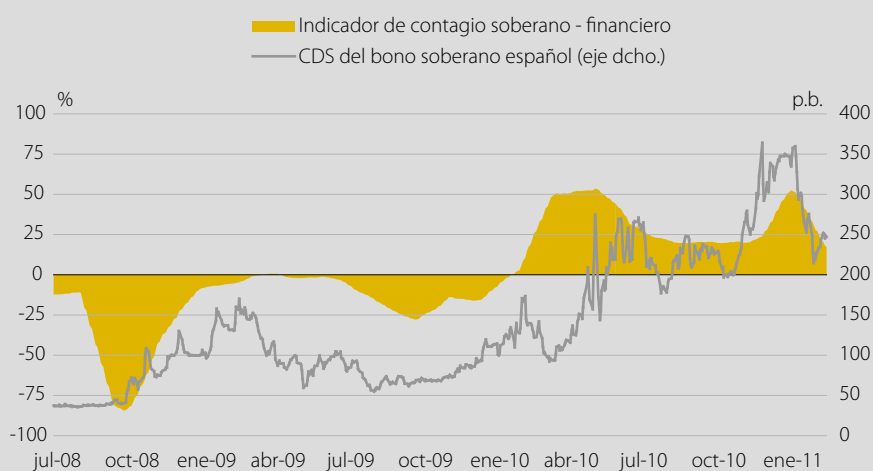


Fuente: CNMV. (1) Este gráfico muestra el porcentaje de la variación neta de las primas de CDS referentes a seis países europeos que no es debida a la información histórica de las primas de estos CDS y tampoco a la información referente al CDS español, sino a los *shocks* contemporáneos en el riesgo de crédito de España. Cuando el indicador de contagio toma valores positivos se entiende que España se comporta como emisora de *shocks* (en términos netos) respecto a la otra economía, mientras que cuando toma valores negativos, se convierte en receptora de *shocks* (en términos netos) de aquella economía.

## La transmisión de riesgo de crédito entre el sector soberano y el financiero

El gráfico R2.3, que muestra los resultados de una estimación dinámica del grado de transmisión del riesgo de crédito entre el sector financiero y el sector público en España, permite identificar dos fases bien diferenciadas desde el comienzo de la crisis. En una primera fase, que se extendió hasta finales de 2009, de acuerdo a estas estimaciones, el riesgo de crédito se transmitía, por lo general, desde el sector financiero a la deuda soberana. En la segunda fase, a partir de principios de 2010, coincidiendo con el inicio de la crisis de deuda griega, se observa cómo la fuente de contagio predominante pasó a ser el sector público.

España: contagio neto<sup>1</sup> entre el sector financiero<sup>2</sup> y el soberano GRÁFICO R2.3



Fuente: CNMV. (1) Este indicador de contagio muestra el porcentaje de la variación neta de los índices de CDS correspondientes al sector de bancos y cajas españoles y del CDS del bono español que no es debida a la información histórica de estos índices, sino a los *shocks* contemporáneos en los riesgos de crédito soberano y financiero. El indicador de contagio toma valores positivos cuando el efecto de los *shocks* en el nivel de riesgo de crédito soberano sobre la medida de riesgo financiero es superior al efecto de los propios *shocks* específicos que afectan directamente al riesgo de crédito bancario. (2) El índice de CDS financiero se obtiene como la media de los principales bancos y cajas.

- 1 La estimación de los efectos contagio que se presentan a continuación se ha construido a partir de un modelo de vectores autorregresivos que permite estimar los efectos cruzados o *spillovers* de un activo financiero sobre otro, siguiendo la especificación usada por F. X. Diebold y K. Yilmaz, (2009), «Measuring Financial Asset Return and Volatility Spillovers, with Application to Global Equity Markets», en *The Economic Journal*, 119, pp. 158–171. Para ello, se han utilizado datos diarios de los *spreads* de los CDS de Alemania, España, Francia, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal, con información desde enero de 2007 hasta febrero de 2011. En todo caso, es preciso tener en cuenta que la estimación del efecto contagio puede estar expuesta a errores en la especificación del modelo y, por tanto, es necesario interpretar con la lógica cautelosa los resultados que aquí se presentan.
- 2 El impacto final del efecto de contagio depende positivamente de dos elementos: el nivel del indicador de contagio y el nivel del riesgo de crédito del país emisor del *shock*. Así, en una situación en la que, por ejemplo, el nivel del indicador de contagio es elevado, pero el nivel del riesgo de crédito del país emisor del *shock* es reducido, el efecto contagio final será modesto.
- 3 Las series de contagio muestran un cierto grado de persistencia debido a la metodología empleada en su cálculo. El valor del contagio en un día dado se estima a partir de la información disponible a lo largo de los cien días anteriores a la fecha actual y, además, la serie se filtra por medio de medias móviles a 30 días.

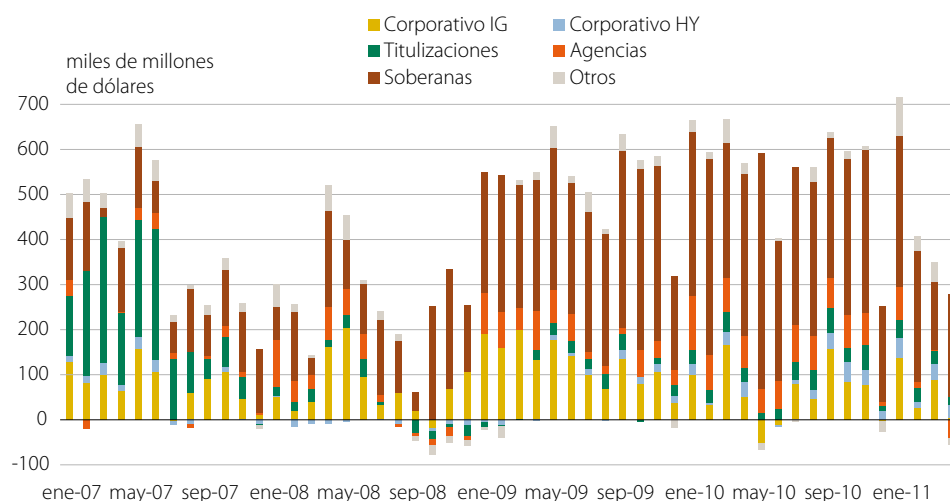
## Las crisis de deuda soberana reducen considerablemente las emisiones de deuda privada

Marco económico  
y financiero  
Entorno económico  
y financiero

En 2010, el volumen de emisiones de deuda a nivel internacional (en términos netos) fue ligeramente superior al de 2009 (6,6 billones de dólares frente a 6,3), si bien se produjeron cambios relevantes en la composición de los instrumentos emitidos y en el tipo de emisor. Como se observa en el gráfico 1.10, las emisiones de deuda soberana siguieron siendo las más cuantiosas e incluso incrementaron su peso relativo en el total de emisiones desde el 59% del total en 2009 hasta el 64% en 2010. Al mismo tiempo se observó una recuperación notable de las emisiones netas de titulizaciones y de las emisiones de deuda de calidad crediticia reducida (*high yield*). Por el contrario, destacó el retroceso de las emisiones de deuda de elevada calidad crediticia (*investment grade*), que redujeron su peso desde el 24% del total emitido en 2009 hasta el 12% en 2010. A lo largo del año, las primas de riesgo corporativas, tanto en EE.UU. como en Europa, mantuvieron una senda descendente, aunque con algunos altibajos, hasta alcanzar niveles incluso inferiores a los observados antes de 2008 (véase gráfico 1.11).

### Emisiones netas de renta fija internacionales por tipo de instrumento

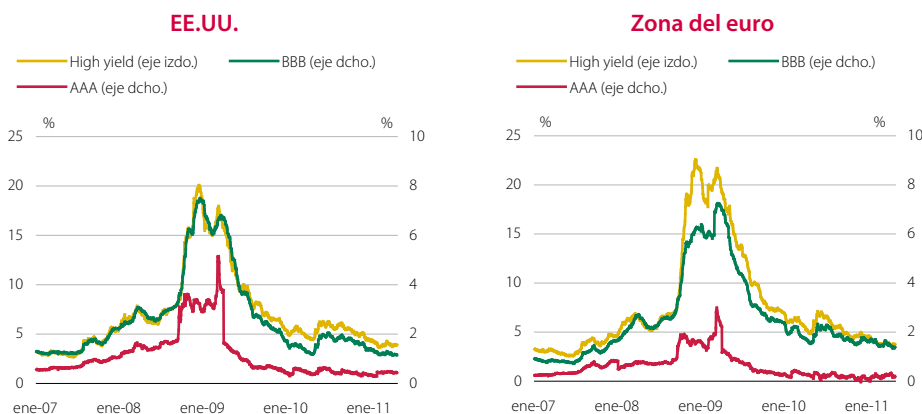
GRÁFICO 1.10



Fuente: Dealogic.

### Primas de riesgo de crédito de deuda corporativa<sup>1</sup>

GRÁFICO 1.11



Fuente: Thomson Datastream (índices Merrill Lynch e 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).

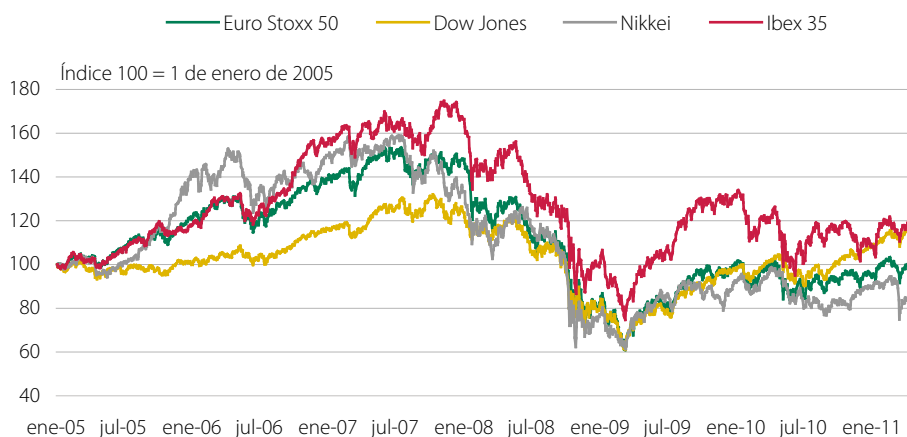
Atendiendo a la región emisora, durante 2010 se observó una fuerte caída de las emisiones en Europa (superior al 32% con respecto a 2009), que fue particularmente intensa en el caso de las entidades financieras.

### Comportamiento desigual de los mercados de renta variable

Durante 2010, los principales índices de renta variable internacionales mostraron, en términos generales, descensos en la primera mitad del año y revalorizaciones de cierta intensidad en la segunda mitad (véase gráfico 1.12). En las últimas semanas del año, las turbulencias originadas en Irlanda no impidieron que, en el conjunto del año, un buen número de bolsas presentara avances considerables. En particular, destacaron las revalorizaciones de los índices estadounidenses (entre el 11% y el 16,9%), alemán (16,1%) y británico (9%). Por su parte, las bolsas japonesas registraron leves retrocesos, mientras que el resto de las bolsas europeas presentaron una evolución desigual, al verse afectadas con distinta intensidad por las turbulencias en los mercados de deuda soberana. Los índices de las bolsas de las principales economías emergentes también mostraron avances importantes en 2010, excepto en China, donde el mercado de referencia retrocedió un 14,3% tras registrar un avance del 80% el año anterior (véase cuadro 1.1). Los índices de las principales bolsas comenzaron el año 2011 con revalorizaciones de cierta cuantía, que apenas se vieron afectadas por el terremoto de Japón. Únicamente los índices japoneses mostraban retrocesos desde el comienzo del año hasta la fecha de cierre del informe<sup>6</sup>.

#### Evolución de los principales índices bursátiles internacionales

GRÁFICO 1.12



Fuente: Thomson Datastream.

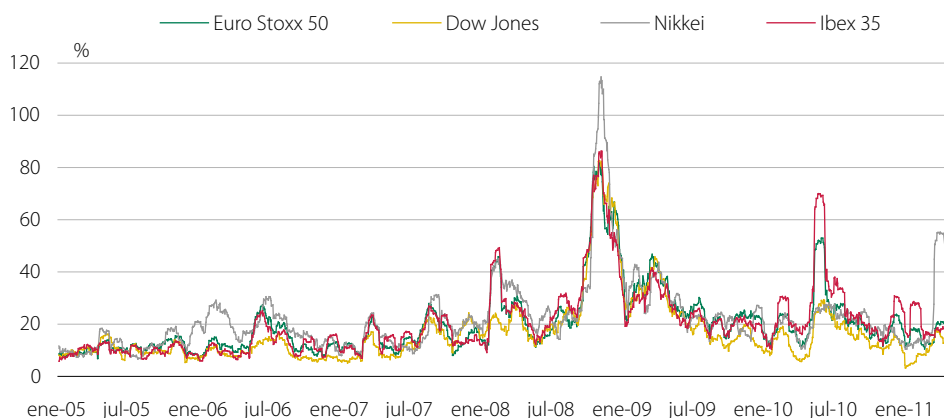
Los indicadores de volatilidad en estos mercados repuntaron en mayo de 2010, con mayor intensidad en el caso de los mercados europeos, coincidiendo con los momentos de mayor tensión en la crisis de deuda griega. Con posterioridad, volvieron a niveles similares a los existentes en periodos de ausencia de turbulencias, y apenas se vieron afectados por el rebrote de incertidumbre asociado a la crisis irlandesa ni por los acontecimientos posteriores acaecidos en Japón, salvo, lógicamente, en el caso de los índices japoneses donde, para el Topix y el Nikkei 225, superaba el 50% a mediados de marzo de 2011 (véase gráfico 1.13).

Por su parte, la contratación en los mercados bursátiles a nivel mundial superó los 63 billones de dólares en 2010, lo que supuso un crecimiento cercano al 2%, que contrasta con el fuerte retroceso de 2009 (-30%). La recuperación de la contratación de las bolsas europeas, con respecto a 2009, fue notable (4%).

Marco económico  
y financiero  
Entorno económico  
y financiero

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

GRÁFICO 1.13



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 en las 20 sesiones anteriores a t.

### Los mercados de renta variable: rentabilidad

CUADRO 1.1

Bolsa	Índice	Var. <sup>1</sup> (%)				
Países desarrollados		2006	2007	2008	2009	2010
EE.UU.	Dow Jones Ind. A.	16,3	6,4	-33,8	18,8	11,0
EE.UU.	Nasdaq Composite	9,5	9,8	-40,5	43,9	16,9
Japón	Nikkei	6,9	-11,1	-42,1	19,0	-3,0
Reino Unido	FTSE 100	10,7	3,8	-31,3	22,1	9,0
Zona del euro	Euro Stoxx 50	15,1	6,8	-44,4	21,1	-5,8
Euronext	Euronext 100	18,8	3,4	-45,2	25,5	1,0
Alemania	Dax 30	22,0	22,3	-40,4	23,8	16,1
Italia	Mib 30	19,0	-8,0	-48,7	20,7	-8,7
España	Ibex 35	31,8	7,3	-39,4	29,8	-17,4
Latinoamérica y Asia						
Argentina	Merval	35,5	2,9	-49,8	115,0	51,8
Brasil	Bovespa	32,9	43,7	-41,2	82,7	1,0
Chile	IGPA	34,4	13,8	-19,6	46,9	38,2
México	IPC	48,6	11,7	-24,2	43,5	20,0
Perú	IGBL	168,3	36,0	-59,8	99,2	66,4
Corea del Sur	Korea Cmp Ex	4,0	32,3	-40,7	49,7	21,9
Hong Kong	Hang Seng	34,2	39,3	-48,3	52,0	5,3
China	Shanghai Composite	130,4	96,7	-65,4	80,0	-14,3

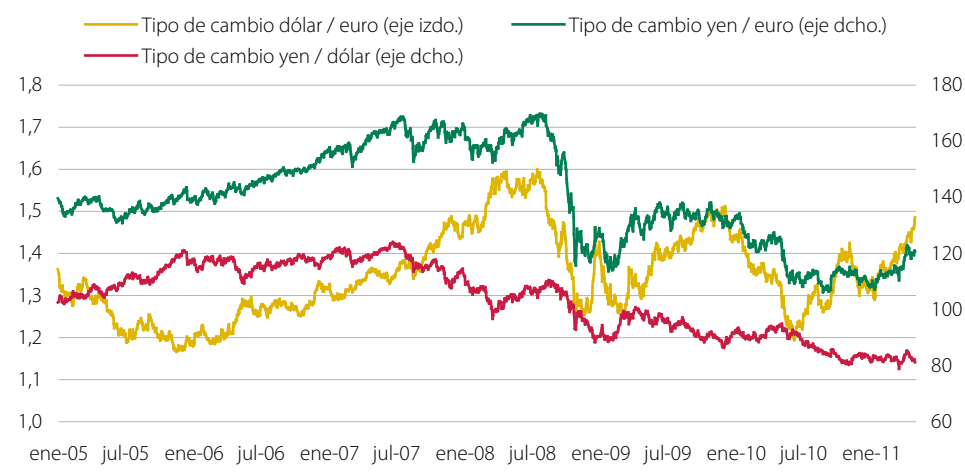
Fuente: Thomson Datastream. (1) En moneda local.

## Depreciación del euro durante las turbulencias en la deuda soberana

Tras la fuerte depreciación sufrida por el euro frente al dólar durante el primer semestre de 2010, la divisa europea tendió a apreciarse en los meses posteriores, parcialmente impulsada por la decisión de la Reserva Federal estadounidense de retomar su política de relajación cuantitativa. Esta tendencia, interrumpida temporalmente a finales de 2010 por el episodio de inestabilidad en el mercado de deuda soberana irlandesa, se prolongó hasta los primeros meses de 2011 (véase gráfico 1.14). Frente al yen, el euro se depreció más de un 18% en 2010, si bien la cotización se mantuvo relativamente estable en torno a los 110 yenes por euro desde finales de mayo. La divisa japonesa tendió a apreciarse sustancialmente tras el terremoto, particularmente frente al dólar, por las expectativas de repatriación de capitales hacia la economía japonesa, pero se estabilizó posteriormente debido a la intervención de los bancos centrales del G-7.

Tipo de cambio del euro frente al dólar y al yen

GRÁFICO 1.14



Fuente: Thomson Datastream.

## 1.2 Entorno económico y financiero español

### Estabilización de la actividad doméstica

La economía española salió técnicamente de la recesión en el primer trimestre de 2010 y fue ganando terreno a lo largo del año, aunque con ciertos altibajos debidos a la finalización de algunas medidas de impulso extraordinarias y a la subida del IVA en julio. En el conjunto del año, el PIB descendió un 0,1%, lo que supuso una desaceleración considerable de la caída de la actividad respecto al fuerte retroceso del año anterior (-3,7%), aunque el comportamiento fue peor que el de otras economías de referencia (véase gráfico 1.2). Como se aprecia en el cuadro 1.2, la incipiente recuperación de la actividad se apoyó en el avance del consumo privado (que pasó del -4,3% en 2009 al 1,2% en 2010), la inversión en bienes de equipo (del -24,8% al 1,8%) y la aportación positiva del sector exterior, impulsado por el dinamismo de las exportaciones (que avanzaron un 10,3% en el conjunto del año).

La tasa de variación del IPC se incrementó a lo largo de 2010 dos puntos porcentuales, desde el 1% en enero hasta el 3% en diciembre, como consecuencia del encarecimiento de los precios de las materias primas, fundamentalmente energéticas, y del

aumento de la imposición indirecta (3,8% en abril). Por su parte, la tasa de inflación subyacente se incrementó a lo largo del año, desde el 0,1% en enero hasta el 1,5% en diciembre (1,7% en marzo de 2011). El diferencial de inflación con la zona del euro, que se había mantenido en terreno negativo en 2009, fue creciendo progresivamente en 2010 desde los 0,1 puntos porcentuales en enero hasta los 0,7 puntos porcentuales en diciembre.

## Indicadores de la economía española

CUADRO 1.2

	2006	2007	2008	2009	2010
PIB	4,0	3,6	0,9	-3,7	-0,1
Consumo privado	3,8	3,7	-0,6	-4,3	1,2
Consumo público	4,6	5,5	5,5	3,2	-0,7
Formación bruta de capital fijo, de la que:	7,2	4,6	-4,4	-16,0	-7,6
Bienes de equipo	9,9	9,0	-1,8	-24,8	1,8
Exportaciones	6,7	6,6	-1,0	-11,6	10,3
Importaciones	10,2	8,0	-4,9	-17,8	5,4
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	-1,4	-0,9	1,4	2,7	1,1
Empleo	4,1	3,1	-0,5	-6,8	-2,3
Tasa de paro	8,5	8,3	11,3	18,0	20,1
IPC armonizado	3,6	2,8	4,1	-0,2	1,8
Saldo cuenta corriente (% PIB)	-9,0	-10,0	-9,7	-5,5	-4,5
Saldo AA.PP. (% PIB)	2,0	1,9	-4,2	-11,1	-9,2

Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda e INE.

El inicio de la recuperación de la actividad doméstica no se ha traducido, por el momento, en una mejora en las cifras del mercado de trabajo. Así, en 2010 continuó la caída del número de empleados, aunque lo hizo a un ritmo inferior al de 2009 (un 2,3% en 2010 frente un 6,8% en 2009), y la tasa de paro se mantuvo a lo largo del año en torno al 20% de la población activa, dos puntos más que en 2009.

El déficit público, que había crecido en 2009 desde el 4,2% del PIB hasta el 11,1%, mostró un descenso cercano a dos puntos porcentuales de PIB en 2010 como consecuencia, fundamentalmente, de las medidas de reducción del gasto público adoptadas por el Gobierno. De hecho, de acuerdo con las estimaciones del FMI<sup>7</sup>, el tono de la política fiscal española durante 2010 habría sido uno de los más restrictivos de entre las economías industrializadas<sup>8</sup>. Por su parte, el saldo de deuda pública sobre el PIB creció por tercer año consecutivo, desde el 53,2% en 2009 hasta el 60% en 2010, aunque lo hizo de forma más moderada que en 2009 (cuando se incrementó en más de 13 puntos porcentuales del PIB).

7 IMF Fiscal Monitor, abril de 2011.

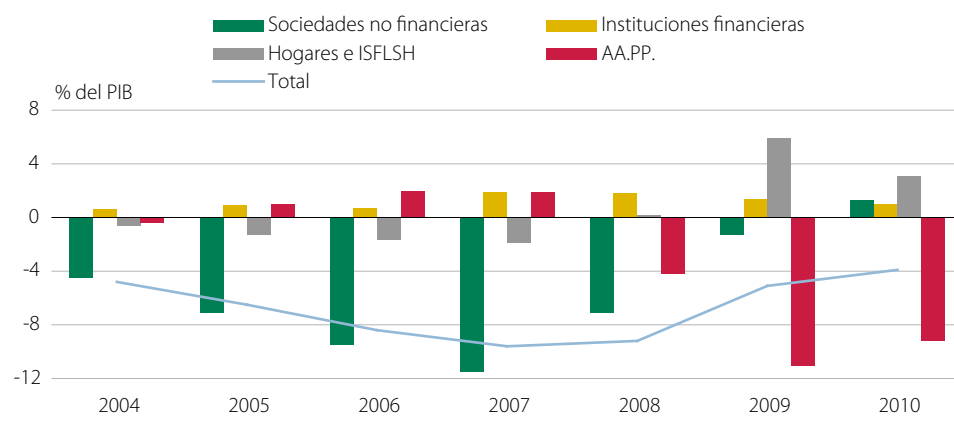
8 El déficit estructural estimado para la economía española habría descendido desde el 9,7% del PIB en 2009 hasta el 7,5% en 2010, frente al incremento desde el 5,5% hasta el 5,7% en el conjunto de las economías avanzadas.

## La necesidad de financiación exterior de la economía española se redujo de nuevo

La necesidad de financiación de la economía española frente al resto del mundo volvió a descender en 2010, desde el 5,1% del PIB hasta el 3,9%, aunque lo hizo a un ritmo notablemente inferior al del año anterior, cuando cayó más de cuatro puntos porcentuales del PIB. Como se observa en el gráfico 1.15, por sectores, se mantuvieron unos patrones similares a los observados en 2009, es decir, las AA.PP. continuaron concentrando la mayor parte de las necesidades de financiación de la economía, mientras que los sectores de carácter privado mostraron una capacidad de financiación neta positiva. Destacó, en este sentido, la capacidad de financiación de los hogares, superior al 3% del PIB, sensiblemente inferior a la de 2009 (5,9%) como consecuencia de la moderación de su tasa de ahorro, y la de las sociedades no financieras, que en 2010 rompieron un patrón histórico caracterizado por sus necesidades netas de financiación<sup>9</sup>.

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

GRÁFICO 1.15



Fuente: Banco de España.

## Descenso de la tasa de ahorro de los hogares, tras los máximos de 2009

Los indicadores de posición patrimonial de los hogares referentes al cuarto trimestre de 2010 indican que la tasa de ahorro del sector continuó descendiendo hasta valores cercanos al 13% de la renta disponible, tras los fuertes incrementos de 2008 y 2009, cuando esta variable alcanzó el 18%. Esta caída en la tasa de ahorro fue el resultado combinado de una disminución de la renta disponible de los hogares y un incremento moderado de su gasto en consumo final. Por su parte, la ratio de endeudamiento del sector permanece estabilizada desde hace varios trimestres en valores cercanos al 125% de la renta bruta disponible, mientras que la riqueza neta, tras experimentar un descenso notable durante 2008 y la primera mitad de 2009, ha tendido a estabilizarse como consecuencia de una cierta revalorización de los activos financieros de los hogares, que ha compensado el descenso, menos pronunciado a lo largo de 2010 que durante los dos años anteriores, del valor de sus activos inmobiliarios.

9 Desde el año 2000 hasta 2010, las necesidades de financiación de las sociedades financieras, en promedio, han sido ligeramente superiores al 5% del PIB.



## La crisis de deuda soberana europea eleva considerablemente el riesgo soberano, mientras descienden ligeramente las necesidades de financiación del sector público

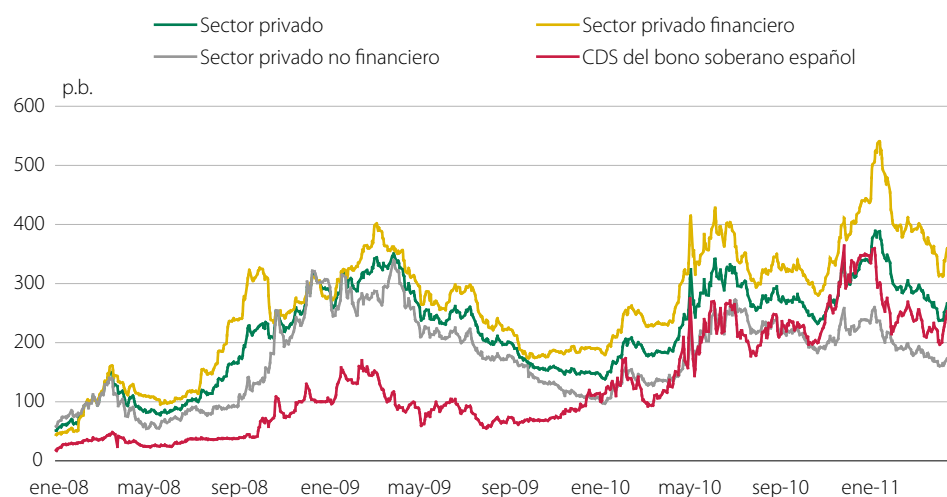
Marco económico  
y financiero  
Entorno económico  
y financiero

Las emisiones brutas de deuda de las administraciones públicas descendieron en 2010 un 2,5%, hasta los 241.718 millones de euros, como consecuencia de la moderación de las necesidades de financiación del sector público derivada del proceso de consolidación presupuestaria.

Como se ha señalado anteriormente, los diferentes episodios de turbulencias en los mercados de deuda tuvieron una incidencia notable en los niveles percibidos de riesgo soberano de varias economías europeas, entre ellas la española. Así, tanto el diferencial de tipos de interés respecto a la deuda alemana como la prima del CDS del bono soberano español (véase gráfico 1.16) alcanzaron máximos en mayo de 2010, descendieron ligeramente en meses posteriores y volvieron a marcar nuevos máximos en la parte final del año, coincidiendo con la crisis de deuda irlandesa. Durante los primeros meses de 2011 se ha producido una moderación en la percepción del riesgo asociado a la deuda pública española, aunque los distintos indicadores de riesgo siguen en niveles elevados.

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

GRÁFICO 1.16



Fuente: Thomson Datastream. (1) Mercado de derivados de crédito. Vencimiento a cinco años. Media simple, salvo para el CDS del bono español.

### Fuerte aumento de las primas de riesgo del sector privado y atonía en el mercado de emisiones

Las emisiones del sector privado, donde las instituciones financieras tienen un marcado protagonismo, descendieron de forma notable en 2010 (véase capítulo 4.3.1). En términos netos, las emisiones de las entidades financieras fueron negativas, es decir, el volumen de los vencimientos de deuda fue superior al volumen bruto emitido, y las emisiones de las sociedades no financieras apenas alcanzaron los mil millones de euros. Por tipo de instrumento, se produjeron descensos en todas las categorías de activos, salvo en las cédulas territoriales y en las cédulas hipotecarias.

La prima de riesgo de crédito de la deuda privada española, evaluada a través de los *spreads* de los CDS de los emisores españoles, mostró un perfil paralelo al de la deuda pública, aunque el nivel medio de la prima de riesgo de las entidades financieras fue sustancialmente superior al de las entidades no financieras (véase gráfico 1.16). Como en el caso de la deuda soberana, en los primeros meses de 2011 la prima de riesgo de los emisores privados ha descendido, aunque permanece en niveles aún elevados en términos históricos, especialmente en el sector financiero.

### La atonía de la actividad doméstica y las dificultades de acceso a la financiación mayorista afectan al negocio de las entidades financieras

Las entidades de crédito nacionales continuaron operando en un entorno de gran complejidad. El comienzo de la recuperación de la actividad doméstica no fue suficiente para evitar un nuevo descenso de los beneficios agregados del conjunto de las entidades de crédito (-26% en 2010), lastrados por la compresión del margen de intereses y el incremento de las dotaciones. La tasa de morosidad de las entidades creció por tercer año consecutivo, aunque con menos intensidad que en 2008 y 2009, hasta situarse a finales de 2010, en términos agregados, en el 5,8% (5,1% en 2009).

Por su parte, la variación anual del saldo vivo del crédito a empresas y familias aumentó ligeramente a lo largo de la segunda mitad de 2010, tras el mínimo alcanzado en abril (-1,5%). En diciembre, este saldo mostraba un avance del 0,7%, como resultado del crecimiento del crédito a las empresas (1%) y, en menor medida, a los hogares (0,2%). En la zona del euro, el crecimiento del crédito empresarial a lo largo de 2010 fue más moderado (-0,2% en diciembre), mientras que el destinado a las familias creció a tasas cercanas al 3%. Con posterioridad, los datos correspondientes a febrero de 2011 mostraron un descenso en el avance del crédito en España (hasta el 0,4%), con una caída de la rúbrica correspondiente a los hogares (-0,5%) y un aumento leve, hasta el 1,1%, por el lado de las empresas. En la zona del euro, por el contrario, el crédito al sector no financiero residente siguió creciendo, particularmente en el sector corporativo (0,6%).

Uno de los principales focos de vulnerabilidad para este sector a lo largo del pasado ejercicio fue el relativo a las condiciones de financiación de buena parte de las entidades, que fueron particularmente restrictivas en los mercados mayoristas para las entidades de menor tamaño, coincidiendo con los momentos de mayor tensión en los episodios de crisis de deuda soberana. Durante el ejercicio se produjo un descenso significativo de las emisiones avaladas por el Estado y, sobre todo en la segunda mitad del año, del recurso de las entidades de crédito españolas a la financiación del Eurosistema.

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

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras ascendió a 33.595 millones de euros en 2010, un 40,1% superior al registrado en 2009. El aumento de los beneficios fue generalizado en todos los sectores, aunque, en términos absolutos, destacó el crecimiento de los resultados de las empresas energéticas, que ascendieron a 15.761 millones de euros. En términos relativos, el sector que experimentó un mayor crecimiento fue el industrial, que pasó de tener un beneficio de 140 millones de euros en 2009 a 1.607 millones en 2010. Por su parte, los beneficios agregados de

las empresas relacionadas con el comercio y los servicios aumentaron un 27,4%, hasta los 14.350 millones de euros.

Marco económico  
y financiero  
Entorno económico  
y financiero

### 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	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
Energía	28.486	34.974	18.034	23.315	11.472	15.761
Industria	2.712	4.087	1.181	2.453	140	1.607
Comercio y servicios	29.780	34.197	17.933	21.863	11.268	14.356
Construcción e inmobiliario	4.644	8.936	1.596	5.658	1.084	1.855
Ajustes <sup>4</sup>	-279	-178	-106	-38	15	16
<b>Total agregado</b>	<b>65.343</b>	<b>82.016</b>	<b>38.638</b>	<b>53.251</b>	<b>23.979</b>	<b>33.595</b>

Fuente: CNMV. (1) Resultados acumulados en el año. (2) Resultado bruto de explotación. (3) Resultados antes de intereses e impuestos. (4) Incluye las eliminaciones correspondientes a las filiales cuya matriz pertenece a otro sector.

El endeudamiento conjunto de las sociedades cotizadas se redujo un 0,5% en 2010, hasta los 326 mil millones de euros, lo que permitió un leve descenso de la ratio de apalancamiento (medida como el cociente entre las deudas y el patrimonio neto), desde el 1,6 en 2009 hasta el 1,5 en 2010<sup>10</sup>. La ratio de cobertura de la deuda, medida a través del número de años necesarios para pagar la deuda si se mantuviera constante el EBITDA (resultado bruto de explotación), se redujo desde 4,8 en 2009 hasta 4 en 2010, como consecuencia, principalmente, del crecimiento de los beneficios. Por su parte, los indicadores de la carga financiera que soportan las sociedades cotizadas no financieras en su conjunto mejoraron ligeramente (la ratio EBIT/carga financiera aumentó desde 2,4 en 2009 hasta 3 en 2010) como consecuencia del crecimiento de los beneficios antes de intereses e impuestos.

### Descenso de las cotizaciones bursátiles al compás de las crisis de deuda soberana

Las tensiones registradas a lo largo del año en el ámbito de la deuda pública impactaron de forma sustancial en los principales índices españoles de renta variable, dando lugar a descensos en sus cotizaciones, más pronunciados que los de otros índices de referencia, y repuntes más intensos en sus indicadores de volatilidad. Como se observa en el cuadro 1.1, el retroceso del Ibex 35 en 2010, del 17,4%, fue uno de los más pronunciados en el conjunto de las principales economías de referencia.

Los índices representativos de las sociedades cotizadas de pequeña (Ibex Small Cap) y mediana capitalización (Ibex Medium Cap) retrocedieron un 18,3% y un 5,6%, respectivamente, en el conjunto del año. En cuanto a los índices sectoriales, los mayores descensos se produjeron en el de empresas químicas (-60%), inmobiliarias (-53,2%), bancarias (-32,3%) y aseguradoras (-26,8%). Por el contrario, los sectores asociados a bienes de consumo, básico y discrecional mostraron avances relevantes

10 Para un análisis de la velocidad de ajuste de la tasa de apalancamiento de las compañías cotizadas en el mercado español, véase el recuadro 2.1, en el capítulo 2 de este informe.

(véase cuadro 1.4). El mercado español para valores latinoamericanos (Latibex) también registró ganancias considerables, cercanas al 10%.

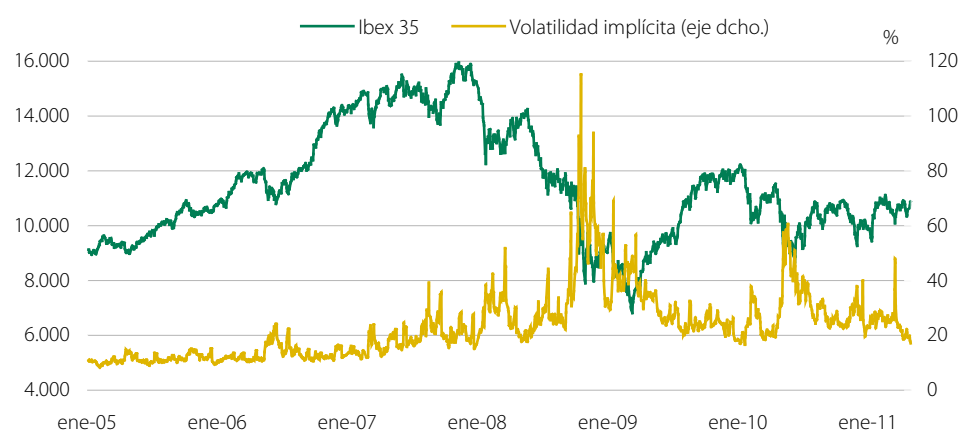
En los primeros meses de 2011, los principales mercados bursátiles nacionales avanzaron con cierta intensidad. En la fecha de cierre de este informe, el Ibex 35 crecía un 10,3%, tras las caídas de los precios producidas en marzo a raíz de los sucesos acaecidos en Japón.

Por su parte, la volatilidad de los contratos sobre el Ibex 35 negociados en MEFF marcó dos máximos a lo largo de 2010, en mayo, hasta el 70%, y en diciembre, hasta el 40% (véase gráfico 1.17). La magnitud de los incrementos de la volatilidad en esos momentos fue superior a la de otras bolsas de referencia, pero, aún así, no se alcanzaron los máximos que se produjeron a finales de 2008 tras la quiebra de Lehman Brothers. En cuanto a las condiciones de liquidez en el mercado de renta variable español, éstas mejoraron ligeramente a lo largo del año. En concreto, el promedio del *spread bid-ask* del Ibex 35 finalizó 2010 en valores algo por debajo del 0,06%, un nivel inferior a la media histórica de los últimos años.

La contratación en el mercado bursátil español en el conjunto de 2010 experimentó un fuerte repunte, del 17% respecto a 2009, tras los importantes retrocesos registrados en los dos años anteriores, del 29% y el 25%, respectivamente (véase capítulo 3). El incremento del importe contratado se produjo en un contexto de descenso de los precios, lo que implica un aumento sustancial en el número de títulos intercambiados. Pese a las buenas expectativas existentes a finales de 2009 para la actividad de financiación mediante operaciones corporativas en el mercado bursátil, la incertidumbre generada en los periodos de turbulencias hizo que el importe total de las ampliaciones de capital y las ofertas públicas de venta creciera desde los 11.390 millones de euros en 2009 hasta los 16.108 millones en 2010, cifras que continúan muy alejadas de las registradas en los años previos a la crisis.

**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.

**Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español (%)** CUADRO 1.4**Marco económico  
y financiero**  
Entorno económico  
y financiero

Índices	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ibex 35	18,2	31,8	7,3	-39,4	29,8	-17,4
Madrid	20,6	34,5	5,6	-40,6	27,2	-19,2
Ibex Medium Cap	37,1	42,1	-10,4	-46,5	13,8	-5,6
Ibex Small Cap	42,5	54,4	-5,4	-57,3	17,6	-18,3
FTSE Latibex All-Share	83,9	23,8	57,8	-51,8	97,2	9,0
FTSE Latibex Top	77,9	18,2	33,7	-44,7	79,3	9,7
<b>Sectores<sup>1</sup></b>						
Petróleo y gas	29,1	18,3	1,8	-30,8	-20,1	0,3
Químicas	176,1	-20,4	-58,4	-67,8	3,4	-60,0
Materiales básicos	20,0	69,3	-17,2	-45,4	23,1	-5,6
Construcción y mat. de construcción	50,4	61,6	-12,0	-51,0	25,5	-14,4
Bienes industriales y servicios	18,4	28,4	6,9	-41,9	29,3	-1,9
Salud	19,0	40,7	19,2	-45,0	17,7	-22,2
Utilities	27,2	42,0	18,5	-31,0	-7,8	-14,3
Bancos	19,2	27,6	-4,5	-47,9	46,3	-32,3
Seguros	39,9	44,7	-13,3	-25,0	19,8	-26,8
Inmobiliaria	58,9	100,4	-42,6	-58,6	-43,8	-53,2
Servicios financieros	58,6	91,1	-35,6	-44,3	20,8	12,8
Telecomunic. y medios de comunic.	-0,7	29,4	26,3	-31,4	23,5	-13,4
Consumo discrecional	24,8	21,2	-7,7	-39,2	37,0	20,6
Consumo básico	19,0	12,9	6,9	-22,5	-8,4	15,8

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

### 1.3 Perspectivas del entorno económico y financiero

Las previsiones más recientes del FMI<sup>11</sup> apuntan al mantenimiento del crecimiento de la actividad mundial en 2011 y 2012 en tasas cercanas al 4,5%, ligeramente por debajo de la cifra estimada para 2010<sup>12</sup> (5%). De acuerdo con estas previsiones, a corto plazo se mantendría el fuerte dinamismo de las economías emergentes, particularmente de las asiáticas, para las que se pronostica un crecimiento agregado del 6,5% en 2011, mientras que las economías industrializadas avanzarían a tasas del 2,5%. Entre estas últimas, destacan los avances esperados para la economía estadounidense (2,8%) y la alemana (2,5%).

El terremoto de Japón del 11 de marzo de 2011 no ha tenido, por el momento, consecuencias demasiado relevantes sobre la evolución de los mercados financieros internacionales salvo, lógicamente, en los japoneses, ni sobre las previsiones de crecimiento mundial, que el FMI ha mantenido sin cambios. Con carácter general, los riesgos más importantes que se plantean sobre el escenario central de mantenimiento de la senda de recuperación de la actividad mundial están relacionados con el

11 World Economic Outlook (abril de 2011).

12 Las últimas previsiones efectuadas por el FMI en abril, que incorporan los efectos del terremoto de Japón, mantienen invariable la previsión de crecimiento mundial, mientras que revisan dos décimas a la baja el crecimiento previsto para la economía japonesa en 2011, hasta el 1,4%.

encarecimiento de las materias primas, que se ha traducido en aumentos en la tasa de inflación de las principales economías industrializadas, en un marco de crecimiento de la actividad aún débil. También existe un cierto grado de incertidumbre asociado a la necesidad de asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas y de finalizar el proceso de saneamiento y reestructuración del sistema financiero, en un contexto de crecientes volúmenes de vencimientos de deuda a corto y medio plazo, tanto del sector público como del privado, particularmente del sector financiero. Finalmente, existe un riesgo relevante asociado a la posibilidad de que se estén acumulando ciertos desequilibrios macrofinancieros en algunas economías emergentes.

En cuanto a la economía española, las previsiones de los principales organismos para 2011 indican un crecimiento esperado menor que el del resto de las principales economías avanzadas. Así, de acuerdo con las estimaciones de los principales organismos internacionales, el PIB español crecería entre un 0,8% y un 0,9%, frente al 1,6% en la zona del euro o el 2,8% en EE.UU., mientras que en 2012 se produciría una cierta convergencia entre el crecimiento doméstico y el de la zona del euro, en tasas ligeramente superiores al 1,5%.

A corto plazo, los riesgos más relevantes que pueden afectar al anterior escenario de progresiva recuperación están relacionados con el aumento de la inflación doméstica, por su efecto sobre la competitividad de la economía, las posibles subidas adicionales de los tipos de interés y la incertidumbre relativa al proceso de reestructuración del sistema financiero. Una evolución desfavorable de estos factores de riesgo podría plantear nuevos obstáculos para la necesaria normalización de las condiciones de financiación tanto del sector público como del privado y, en general, para el afianzamiento de la incipiente recuperación.

El esfuerzo llevado a cabo en materia fiscal y los avances en algunas reformas estructurales, entre las que destacan la del mercado de trabajo, la del sistema de pensiones y el plan de saneamiento y reestructuración del sistema financiero, pueden seguir contribuyendo a la progresiva reducción de la incertidumbre macroeconómica. Los efectos positivos de estas medidas se verán a su vez reforzados si algunas de las reformas que todavía están inconclusas, como las relativas a la negociación colectiva, se culminan de forma satisfactoria.

## 2 La financiación empresarial en España: tendencias y retos futuros

La crisis actual está teniendo efectos intensos sobre las condiciones de financiación de todos los agentes de la economía española, tanto públicos como privados. Dentro de este último grupo, por su importancia para el crecimiento futuro de nuestra economía, este capítulo dirige su foco a la financiación del sector empresarial (no financiero) doméstico, con un doble objetivo.

En primer lugar, a partir del análisis de la evolución de la financiación empresarial durante las dos últimas décadas y, en particular, a través de la comparación de la recesión iniciada en 1993 con la crisis actual, se señalan varias tendencias y observaciones recurrentes que pueden ayudar a entender en qué fase del ciclo financiero empresarial se halla el sector corporativo español en estos momentos y cuáles pueden ser los desarrollos más previsibles en el futuro próximo. En segundo lugar, se identifican algunos de los retos de índole financiera más importantes a los que se enfrentarán las empresas españolas en la fase de recuperación económica y el eventual escenario postcrisis, con especial énfasis en las condiciones, comparativamente más adversas, de las empresas de menor tamaño. Uno de los propósitos añadidos de este análisis consiste en presentar los principales elementos del actual debate acerca de cómo facilitar el acceso de las empresas medianas y pequeñas a los mercados de capitales.

Con estos objetivos, el capítulo comienza con un estudio de las principales tendencias mostradas por la estructura de financiación empresarial desde la década de 1990, así como de algunos de sus factores determinantes más relevantes. En particular, se subraya el bajo peso relativo que presenta la financiación empresarial canalizada a través de los mercados financieros, en contraposición al crédito bancario, cuando se compara con lo observado en otros países de nuestro entorno. De hecho, la financiación provista directamente a las empresas españolas a través de los mercados financieros ha descendido considerablemente, en términos relativos, a lo largo de la última década. Esta tendencia ha venido marcada por un entorno caracterizado por fuertes descensos en los tipos de interés reales, un aumento considerable del peso de las actividades productivas relacionadas con el sector inmobiliario, que son especialmente intensivas en el uso del crédito, y el elevado grado de competencia en el sector bancario, que, en los años que precedieron a la actual crisis, también contribuyó al dinamismo del crédito empresarial.

El elevado grado de *bancarización* que caracteriza, en general, al sector productivo español no ha impedido, sin embargo, que la financiación procedente de las emisiones al mercado haya contribuido a amortiguar el fuerte retroceso experimentado por el flujo de crédito bancario desde el inicio de esta crisis. De hecho, el papel de los mercados como amortiguadores de las caídas del crédito durante las recesiones aparece como un hecho recurrente en distintos episodios de crisis para diferentes países. Sin embargo, el acceso a este tipo de financiación por parte de las empresas españolas se limita casi exclusivamente a las compañías de mayor tamaño, como también sucede en otras economías de nuestro entorno. La contraparte de esta últi-

ma observación es el mayor peso relativo que presenta el crédito bancario en la financiación total de las pymes frente a las empresas más grandes.

Así, las empresas de menor tamaño se enfrentan en estos momentos a unos retos especialmente exigentes en cuanto a sus posibilidades y condiciones de financiación futuras. En particular, la previsible persistencia en la moderación del flujo de crédito bancario iniciada con la crisis, junto con la progresiva puesta en marcha de un marco prudencial más estricto, apuntan hacia una menor capacidad de intermediación por parte del sector bancario que podría ser más acusada en el caso de la financiación destinada a las pymes.

Las circunstancias anteriores, que son especialmente relevantes en el caso de la economía española, con mayor presencia de empresas de menor tamaño en su estructura productiva que otras economías de referencia, aconsejan avanzar en la reflexión acerca de qué pasos acometer para facilitar la financiación de estas compañías. Así, en la última parte del capítulo se analiza el grado de desarrollo en nuestro país de las principales fuentes alternativas a la financiación bancaria disponibles para las empresas de menor tamaño y se señalan algunas posibles vías para la potenciación de los mercados como un canal de financiación apto para estas empresas.

## 2.1 La financiación de las empresas españolas en el periodo 1990-2010: tendencias y factores determinantes

Las necesidades de financiación de las empresas españolas han aumentado sustancialmente a lo largo de los últimos años y, particularmente, a partir de finales de la década de 1990, como consecuencia del impulso inversor que acompañó a la última fase de expansión de nuestra economía. Así, el flujo anual de financiación obtenida por las sociedades no financieras domésticas pasó de representar valores cercanos al 15% del PIB a comienzos de la década de 1990 a alcanzar máximos próximos al 35% del PIB en los momentos previos a la crisis actual, muy por encima de los valores registrados en otras economías de referencia<sup>1</sup>.

El aumento de las necesidades de financiación de las empresas españolas a lo largo de las dos últimas décadas ha tenido lugar en un contexto en el que los mercados financieros han mantenido un papel secundario frente al sistema bancario como mecanismo de canalización del ahorro hacia la inversión empresarial. De hecho, mientras que el peso relativo de la financiación empresarial obtenida a través de las emisiones tanto de renta fija como de renta variable llegó a suponer algo más del 30% de la financiación empresarial obtenida a través de los mercados y del sistema bancario a comienzos de la década de 1990, en 2010 esta proporción había retrocedido hasta valores próximos al 20% (véase gráfico 2.1). Así, aunque el perfil temporal del peso relativo de los mercados en España no es muy distinto al de otros países de nuestro entorno, especialmente de aquéllos que también han tenido una fuerte expansión crediticia en la última década, la importancia de la financiación empresa-

---

1 Por ejemplo, en EE.UU. el máximo incremento anual de los pasivos de las sociedades no financieras durante este periodo fue del 15% del PIB, mientras que en el área del euro, en su conjunto, llegó a alcanzar el 20% (en ambos casos, estos máximos se produjeron en el año 2000). Para un análisis detallado de la estructura, tamaño y actividad de los mercados financieros y de sus participantes en el contexto internacional, véase F. Restoy y R. Sánchez de la Peña (2011), «Los mercados de valores en España: evolución reciente y retos principales», en *Un siglo de historia del sistema financiero español*, Banco de España (editor), en imprenta.

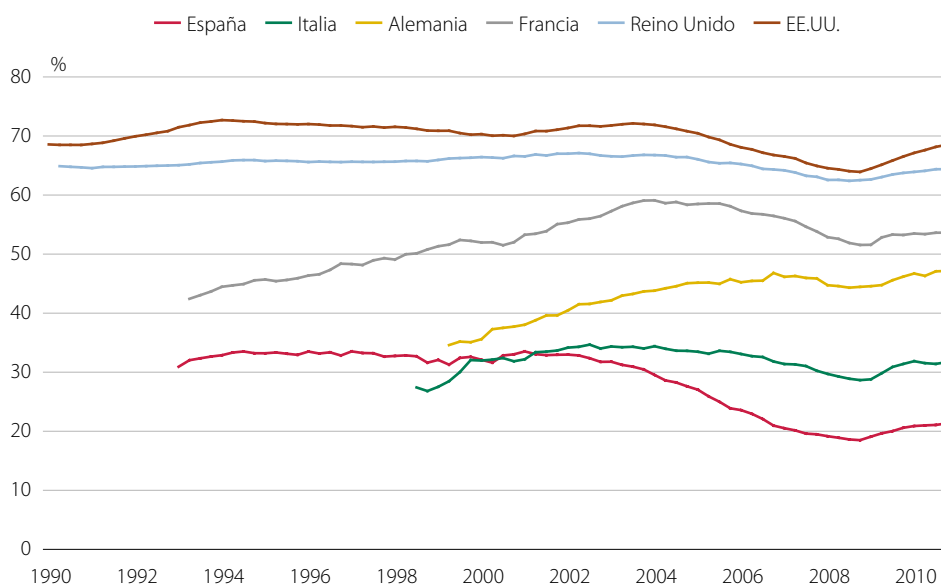


rial basada en los mercados en nuestro país sigue siendo inferior a la del resto de las economías de referencia, incluyendo no sólo aquéllas con una mayor tradición de recurso a los mercados, como el Reino Unido y EE.UU., sino también otras pertenecientes a la Europa continental, como Francia, Alemania e Italia.

**Marco económico y financiero**  
La financiación empresarial en España: tendencias y retos futuros

### El peso relativo de la financiación de mercado frente al crédito bancario<sup>1</sup>

GRÁFICO 2.1



Fuente: Bancos centrales y Dealogic. (1) Esta ratio se define como el porcentaje entre el saldo vivo de la financiación de mercado sobre la suma de la financiación de mercado y la financiación provista por las entidades de crédito. La financiación de mercado se obtiene como la suma de los saldos vivos de renta fija y variable cotizadas en un periodo inicial (1990) para todos los países más la acumulación de las emisiones netas domésticas e internacionales posteriores, de modo que no se tienen en cuenta los cambios en los precios de los valores cotizados desde aquel año. La financiación obtenida de las entidades de crédito corresponde a los saldos vivos de los créditos concedidos tanto por las entidades domésticas como por las no residentes.

El retroceso en el peso relativo de los mercados frente al sector bancario en este periodo ha venido acompañado, a su vez, de tres tendencias en la estructura de financiación empresarial bien definidas: i) el importante aumento en el peso absoluto y relativo de la financiación bancaria; ii) la disminución en la importancia relativa de los fondos propios como fuente de financiación estable; y iii) el incremento en el recurso a la financiación procedente del exterior. A continuación se analizan estas tres tendencias, junto con algunos factores que han podido contribuir de manera más directa a su afianzamiento.

### Tendencias en la evolución agregada reciente de la estructura de financiación empresarial

En primer lugar, cabe destacar que el incremento en las necesidades de financiación del sector productivo español a lo largo de los últimos veinte años se ha satisfecho, fundamentalmente, a través de un importante aumento en el flujo de crédito bancario. Así, los préstamos concedidos a este sector, la mayoría de los cuales son créditos bancarios<sup>2</sup>, pasaron de suponer cerca del 30% de la financiación total de las empre-

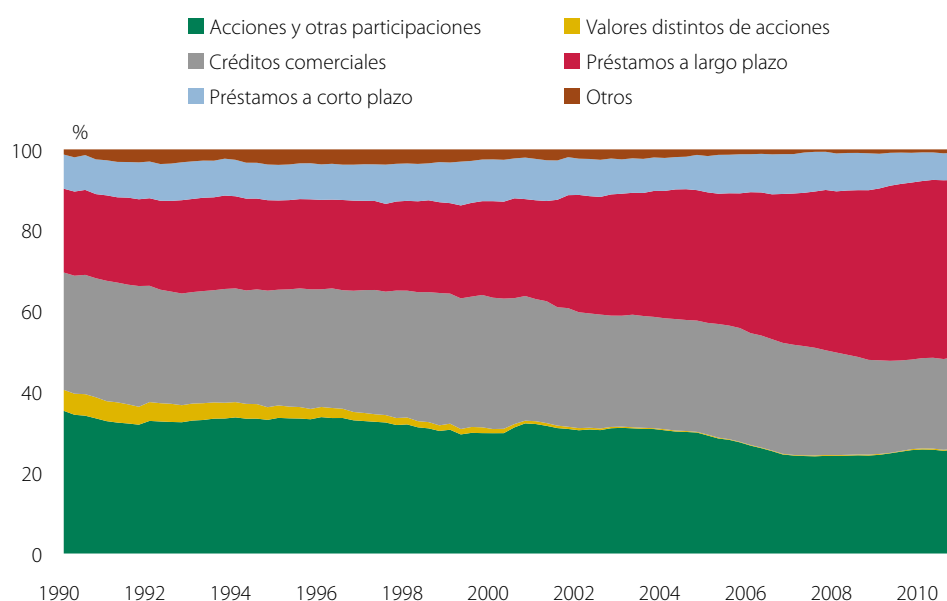
<sup>2</sup> Véase Banco de España (2010), *Cuentas financieras de la economía española*, nota metodológica.

sas no financieras a principios de 1990 a representar el 50% a finales de 2010. Durante el mismo periodo, el recurso a la financiación instrumentada a través de valores emitidos directamente por estas empresas retrocedió desde niveles próximos al 40% hasta el 26%, considerando conjuntamente los instrumentos representativos tanto de capital como de renta fija (véase gráfico 2.2). De hecho, el peso de la financiación ajena con origen en la emisión de valores de renta fija, que alcanzaba el 5% de la financiación total del sector en 1990, era prácticamente nulo a finales de 2010 (0,2% del total), y en estos momentos ésta es una fuente de financiación a la que únicamente acuden un número reducido de compañías de elevado tamaño.

En segundo lugar, el análisis de la evolución de la composición del pasivo de las sociedades no financieras revela que durante las dos últimas décadas este sector ha incrementado considerablemente su recurso a la financiación ajena, disminuyendo así el ritmo de acumulación de fondos propios (véase gráfico 2.2). En concreto, el peso relativo de los instrumentos representativos de capital en la financiación total del sector descendió en diez puntos porcentuales a lo largo del periodo de referencia, tras una caída prácticamente uniforme desde el 35% de la financiación total en 1990 hasta el 26% en 2010. El notable incremento en el recurso a los préstamos a largo plazo durante este tiempo, que pasaron de representar el 20% de la financiación total del sector en 1990 a suponer algo más del 40% en 2010, ha sido la principal causa del desplazamiento del capital como la principal fórmula de financiación estable durante este tiempo.

### Composición del pasivo de las sociedades no financieras (neto de revalorizaciones<sup>1</sup>)

GRÁFICO 2.2



Fuente: Banco de España. Datos hasta el cuarto trimestre de 2010. (1) Para descontar el efecto de los cambios en los precios de los distintos instrumentos ya emitidos, que para algunas partidas y periodos puede llegar a ser significativo, el saldo vivo neto de revalorizaciones en un determinado periodo se calcula como la suma del saldo vivo de cada rúbrica a principios de 1990 y la acumulación a precios corrientes de los pasivos netos contraídos hasta ese periodo.

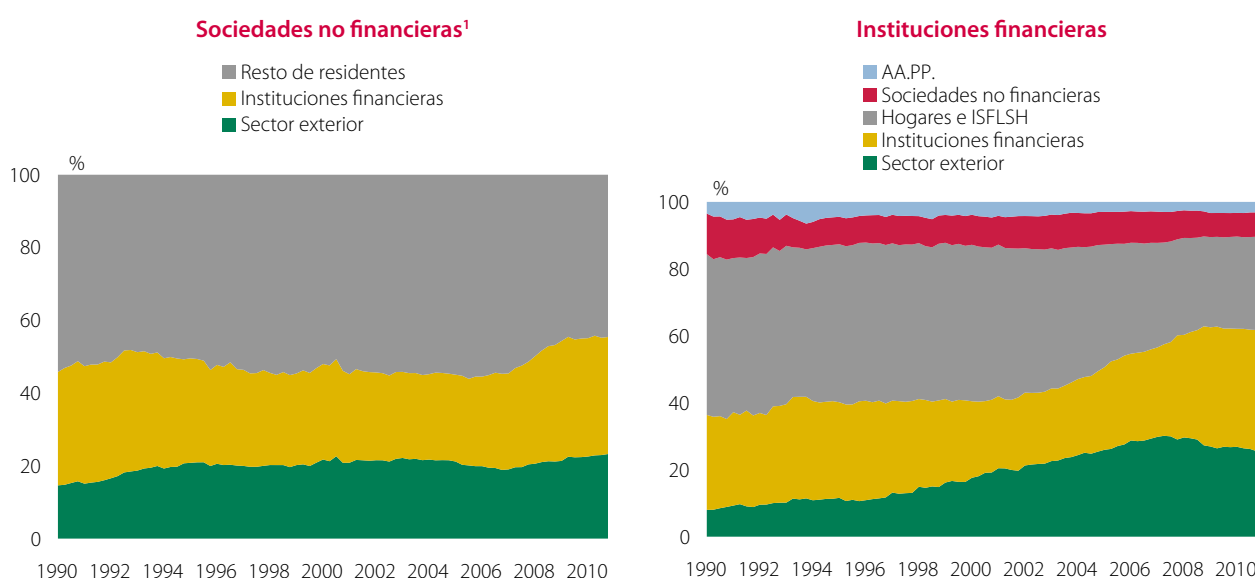
Los dos desarrollos anteriores (el aumento en el uso del crédito bancario y la pérdida de peso relativo de los instrumentos de capital) han venido acompañados durante estos años de un aumento progresivo en el recurso a la financiación procedente del exterior, que pasó de representar el 15% del pasivo total de las empresas no financieras españolas en 1990 a suponer el 23% en 2010 (véase panel izquierdo del gráfico 2.3).

El aumento de la financiación proporcionada por los no residentes se canalizó tanto de forma directa, a través de la suscripción de valores emitidos por las empresas, como, sobre todo, de forma indirecta, por medio del crédito bancario. Así, el saldo vivo de renta fija emitido por las filiales de las sociedades no financieras residentes en el exterior, como porcentaje del saldo total de renta fija, aumentó desde valores prácticamente nulos a comienzos de 1990 hasta cerca del 70% del mismo a finales de 2010. A su vez, la mayor apelación al crédito bancario fue satisfecha mediante la captación de fondos por parte de las entidades financieras domésticas en los mercados mayoristas internacionales. En particular, el peso de la financiación obtenida en el exterior por parte del sistema financiero español aumentó durante el periodo 1990-2010 desde el 10% de su pasivos totales hasta valores superiores al 25% del mismo (véase panel derecho del gráfico 2.3).

**Marco económico y financiero**  
**La financiación empresarial en España: tendencias y retos futuros**

### Descomposición del pasivo de las sociedades no financieras y de las instituciones financieras por sector de contrapartida

GRÁFICO 2.3



Fuente: Banco de España. Datos hasta el cuarto trimestre de 2010. (1) En la categoría «Resto de residentes» se incluyen las sociedades no financieras, los hogares e ISFLSH y las AA.PP. residentes.

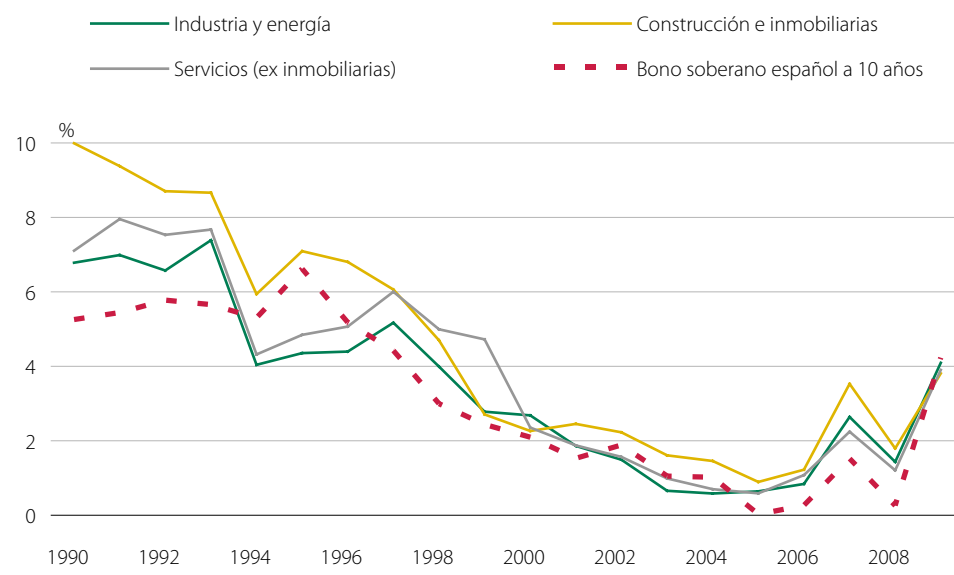
### Factores determinantes de los cambios en la estructura de financiación empresarial

Uno de los desarrollos que ha tenido una mayor influencia en la evolución de la financiación empresarial, especialmente a partir de finales de la década de 1990, es la entrada de España en la Unión Económica y Monetaria europea (UEM). En efecto, la adhesión a la moneda única facilitó unas condiciones financieras holgadas para el conjunto de la economía española, que se extendieron hasta, prácticamente, el comienzo de la actual crisis. Una de las dimensiones más visibles de este proceso fue la importante caída de los tipos de interés reales de los instrumentos de renta fija y de los distintos tipos de operaciones de préstamo. Tal y como se observa en el gráfico 2.4, el coste de la financiación empresarial (en términos reales) descendió de manera acusada durante la mayor parte del periodo considerado, aunque este descenso fue particularmente intenso tras la incorporación de España a la UEM. Así, el coste de la financiación ajena se redujo desde valores que oscilaban al comienzo de la última década del siglo pasado entre el 6% y el 10%, dependiendo del sector productivo, hasta valores cercanos al 1% justo antes del comienzo de esta última crisis.

Esta caída tan significativa de los costes asociados a la financiación ajena de las empresas no financieras durante este periodo favoreció la segunda de las tendencias señaladas anteriormente (reducción del peso de la financiación propia). A su vez, el proceso de convergencia de los tipos de interés con los del resto de las economías de la UEM dio lugar a una respuesta más acusada de la demanda de financiación empresarial en España en comparación con la observada en la mayoría de los países del conjunto del área, lo que ayudaría a explicar el aumento en el recurso a la financiación procedente del exterior registrado durante las dos últimas décadas<sup>3</sup>.

**Coste de la financiación ajena por sector (en términos reales)<sup>1</sup>**

GRÁFICO 2.4



Fuente: Banco de España (Central de Balances Anual). Datos hasta 2009. (1) El coste de financiación se aproxima a través de la ratio entre los intereses por financiación ajena reflejados en la cuenta de pérdidas y ganancias en un periodo dado y la financiación con coste recibida reflejada en el balance en el periodo precedente. Para hallar el coste de financiación en términos reales se deflactan los indicadores de coste nominales por la tasa de variación anual media del IPC.

Otro de los factores que ha influido decisivamente en el crecimiento del endeudamiento empresarial y en la variación de su composición a lo largo de los últimos años es el extraordinario dinamismo mostrado por algunas ramas de actividad que normalmente presentan mayores tasas de endeudamiento. Este fue el caso, en particular, de la construcción y los servicios inmobiliarios, que incrementaron su peso conjunto en la economía española desde valores ligeramente superiores al 10% del valor añadido bruto total a finales del siglo pasado hasta valores cercanos al 15% en los años anteriores a la crisis. En ambos casos se trata de actividades que son especialmente intensivas en el uso de la financiación ajena y, particularmente, del crédito bancario.

Como se observa en el panel izquierdo del gráfico 2.5, a finales del anterior ciclo expansivo el volumen de deuda por unidad de valor añadido en los sectores de la construcción y los servicios inmobiliarios, considerados conjuntamente, era casi el doble que el observado en la industria o el sector de los servicios. Además, la impor-

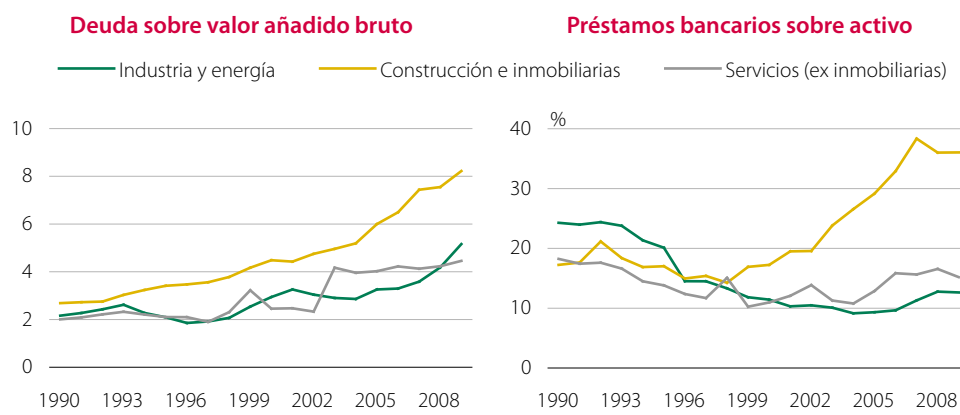
3 De hecho, el proceso de convergencia de los tipos de interés nominales entre los distintos países de la UEM vino acompañado durante este periodo de una tasa de inflación doméstica persistentemente superior a la registrada en el conjunto del área, lo que contribuyó a que los tipos de interés reales en España cayeran por debajo de los vigentes en las principales economías de nuestro entorno.

tancia relativa de los préstamos bancarios en el balance de las empresas constructoras e inmobiliarias aumentó significativamente, coincidiendo con el auge del mercado de la vivienda, hasta alcanzar un peso sensiblemente superior al observado en el resto de los sectores (véase panel derecho del gráfico 2.5). En concreto, el crédito bancario agregado de las empresas inmobiliarias y de la construcción representaba más del 35% de su activo conjunto en 2009, frente a valores que oscilaban entre el 10% y el 15% en las empresas pertenecientes a la industria y a los servicios<sup>4</sup>.

**Marco económico y financiero**  
La financiación empresarial en España: tendencias y retos futuros

## Deuda y crédito bancario por sectores productivos

GRÁFICO 2.5



Fuente: Banco de España (Central de Balances Anual). Datos hasta 2009.

Las anteriores diferencias en la estructura de financiación de las empresas del sector inmobiliario con respecto a las compañías industriales y de servicios tienen su reflejo en la evolución de las ratios de apalancamiento en los distintos sectores, tal y como se analiza en el recuadro 2.1.

### El apalancamiento de las sociedades cotizadas en España

RECUADRO 2.1

En este recuadro se exponen los principales resultados de una estimación cuantitativa del impacto que han tenido varios factores tanto macroeconómicos como sectoriales en la evolución de la ratio de apalancamiento medio de las empresas no financieras españolas cotizadas a lo largo de las dos últimas décadas, para la que se ha seguido la metodología propuesta en Flannery y Rangan (2006) y González-Aguado (2011)<sup>1</sup>.

Como paso previo a la identificación de los determinantes del *nivel real* u *observado* de apalancamiento de una empresa es necesario analizar los factores que fijan el *nivel óptimo* u *objetivo* de apalancamiento de la empresa, entendido este último como aquella estructura de financiación que la empresa escogería óptimamente en ausencia de restricciones que le impidan ajustar su estructura de forma inmediata. Para ello se estima un «modelo de ajuste par-

4 Ó. Arce, J. M. Campa y Á. Gavilán (2008), *Asymmetric collateral requirements and output composition*, Banco de España, Documento de Trabajo nº 837, analizan los efectos macroeconómicos de las asimetrías en la estructura de financiación del sector de la construcción con respecto a otros sectores productivos.

cial», en el cual el nivel de apalancamiento empresarial se expresa como una combinación, por una parte, de observaciones pasadas de esta variable y, por otra parte, de una variable latente, no observable, mediante la que se trata de aproximar la estructura de financiación óptima. El nivel de esta última variable, a su vez, se aproxima mediante un modelo sencillo que establece el nivel óptimo de apalancamiento como función de un número relativamente reducido de variables observables.

Aplicando esta metodología al conjunto de las sociedades cotizadas en el mercado español, diferenciando por sector de actividad y utilizando datos del periodo 1989-2009, se encuentra evidencia de que los determinantes más importantes de la ratio de apalancamiento óptimo son los cuatro siguientes: la proporción de activos tangibles en el balance de la empresa, el tamaño empresarial, el volumen de actividad agregada y los beneficios empresariales. En concreto, los tres primeros tienen un efecto positivo sobre la ratio de apalancamiento, mientras que el último muestra un efecto negativo.

En primer lugar, un mayor volumen relativo de activos tangibles, expresado como la proporción de activos fijos sobre el total de activos, proporciona a la empresa mayores garantías con las que respaldar sus deudas, lo que normalmente tiende a reducir el coste de sus pasivos y a aliviar la presión de las posibles restricciones cuantitativas sobre el endeudamiento. Por razones similares, relativas a la capacidad de la empresa deudora de ofrecer colaterales liquidables en caso de impago, el tamaño empresarial también influye positivamente en el nivel relativo de endeudamiento. El efecto positivo sobre el apalancamiento de variables relacionadas con el nivel de actividad agregada (ya sea a nivel de la economía en su conjunto o a nivel sectorial) se debe en gran medida a la elevada correlación que presentan estas variables con las necesidades de financiación, influenciadas, a su vez, por las mayores oportunidades de inversión durante las fases de crecimiento económico. Así, en la medida en que a partir de un determinado volumen la elasticidad de las fuentes ajenas de financiación es superior a la de los recursos propios, el aumento en la inversión durante una fase expansiva conlleva, normalmente, un mayor recurso al endeudamiento. Finalmente, las diversas medidas indicativas del volumen de beneficios influyen negativamente en la tasa de apalancamiento, puesto que un mayor flujo de beneficios, *ceteris paribus*, amplía las posibilidades de financiación interna.

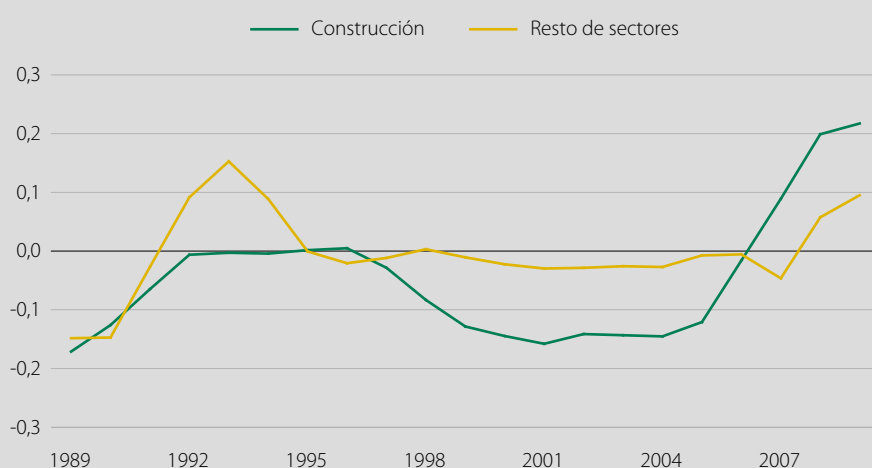
La metodología empleada en este análisis permite asimismo extraer información acerca de dos variables especialmente relevantes para el análisis de la evolución del grado de apalancamiento, como son, por un lado, la estructura de financiación óptima (cuya estimación se utiliza como ingrediente en el análisis anterior de los determinantes) y, por otro lado, la velocidad de ajuste de la estructura de financiación hacia su nivel óptimo.

Respecto a la primera de las variables anteriores, el gráfico R1.1 muestra cómo ha evolucionado, durante el periodo muestral, la distancia entre el nivel objetivo de apalancamiento estimado y el valor efectivamente observado, distinguiendo entre el sector de la construcción y el resto de los sectores de la economía. En concreto, valores positivos de esta serie indican situaciones de sobreendeudamiento para el conjunto del sector correspondiente, en el

sentido en que el apalancamiento real en ese sector está por encima del nivel objetivo. Del análisis de estas estimaciones emergen dos conclusiones claras. En primer lugar, destaca el hecho de que los periodos de crisis suelen coincidir con situaciones de sobreendeudamiento subóptimo. En segundo lugar, mientras que en la crisis de la década de 1990 el sector de la construcción apenas habría tenido un problema de sobreendeudamiento, de acuerdo a estas estimaciones, en la crisis actual este problema sería más intenso precisamente en este sector que en el resto. Esta observación parece guardar una relación directa con la escasa respuesta del crédito destinado a la promoción de actividades inmobiliarias durante el periodo que precedió a la crisis iniciada en 1993, en comparación con el rápido crecimiento de esa partida en los años anteriores a la crisis actual. Asimismo, destaca el hecho de que, según estos cálculos, el problema de sobreendeudamiento del resto de los sectores productivos en el contexto de la crisis actual no sería más acusado que en el episodio anterior.

### Distancia media entre el apalancamiento observado y el objetivo

GRÁFICO R1.1



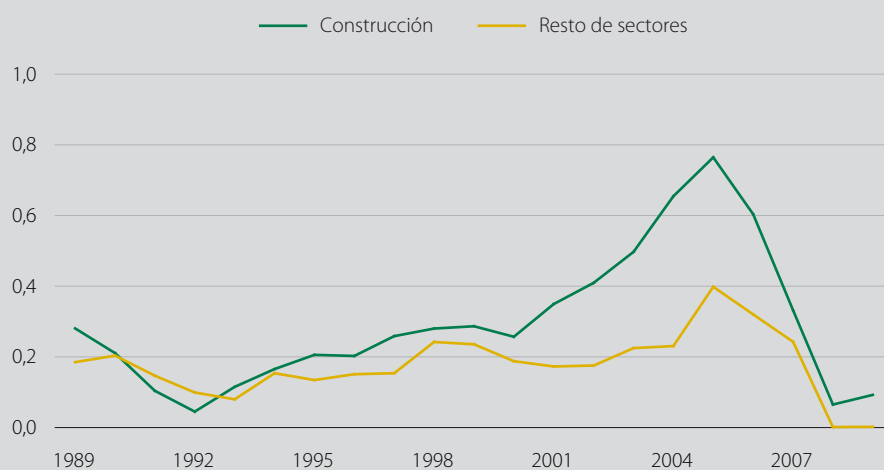
Fuente: CNMV.

El gráfico R1.2 muestra la serie estimada de la velocidad de ajuste (normalizada entre cero –ausencia de ajuste– y la unidad –ajuste instantáneo), que en este contexto se interpreta como la reducción en distancia entre la ratio de apalancamiento real y el objetivo en cada periodo. Esta estimación pone de relieve el marcado carácter procíclico de la velocidad de ajuste del endeudamiento empresarial. En efecto, durante los periodos de expansión de la actividad, las empresas que desean ajustar al alza su endeudamiento parece que pueden hacerlo rápidamente, destacando en este sentido la elevada velocidad con la que las empresas del sector inmobiliario pudieron aumentar su nivel de endeudamiento durante el anterior ciclo expansivo de la economía española. Por el contrario, en periodos recesivos, en los que el nivel óptimo de apalancamiento se reduce, las empresas sólo pueden reducir su endeudamiento de manera mucho más lenta. Esta asimetría en la velocidad de ajuste, que ha recibido muy poca atención en estudios anteriores sobre el tema, podría ser el reflejo natural de algunas fricciones presentes en los mercados de capitales<sup>2</sup>.

En todo caso, el análisis de las asimetrías en el comportamiento de la tasa de apalancamiento empresarial llevado a cabo aquí pone de manifiesto que la aparente persistencia en dicha tasa que se está observando a lo largo de la actual crisis en buena parte del sector corporativo español, y también en el de otras economías de nuestro entorno, no es un fenómeno específico de este episodio, tal y como se ha señalado en el texto principal para el caso de la crisis de 1993. Asimismo, este análisis pone el énfasis en que la prolongación en el tiempo del proceso de desapalancamiento empresarial no tiene por qué ser interpretada como el resultado de decisiones subóptimas de postergación de un ajuste necesario en la estructura financiera de las empresas, sino más bien como la consecuencia de la existencia de fricciones en los mercados de capitales que limitan la capacidad para llevar a cabo dicho ajuste de forma rápida.

### Velocidad de ajuste hacia el objetivo de apalancamiento

GRÁFICO R1.2



Fuente: CNMV.

- 1 M. Flannery y K. Rangan (2006), «Partial Adjustment toward Target Capital Structures», en *Journal of Financial Economics*, vol. 79(3) y C. González-Aguado (2011), *New Evidence on the Dynamic Trade-Off Theory of Capital Structure*, de próxima publicación en la serie de Documentos de Trabajo de la CNMV.
- 2 C. González-Aguado y J. Suárez (2011), *Interest Rate Shocks and Credit Risk*, mimeo CNMV, proponen un modelo en el que la conjunción de problemas de riesgo moral y de alternativas de financiación externa limitadas crea asimetrías en la velocidad a la que las empresas ajustan su endeudamiento tras cambios en los tipos de interés.

Finalmente, otro factor que, como el anterior, podría estar detrás de la fuerte expansión del crédito bancario durante el periodo analizado es el elevado grado de competencia presente en el sector de las entidades de crédito nacionales a lo largo de los últimos años, cuya dimensión más palpable ha sido el rápido crecimiento en el número de sucursales bancarias durante este tiempo, tal y como muestra el panel izquierdo del gráfico 2.6. Ese panel también contiene la evolución reciente del índice de Herfindahl para España y para la zona del euro. Este índice es un indicador del grado de concentración bancaria que se utiliza como medida aproximada del nivel de competencia. Así, de acuerdo con este indicador, el nivel medio de competencia bancaria en nuestro país en los últimos años habría sido claramente superior al de la UEM.

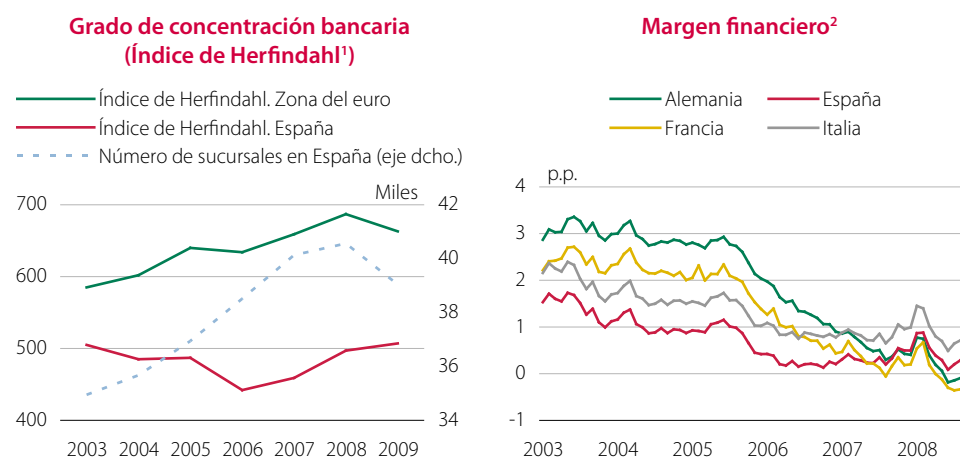


Al mismo tiempo, es razonable suponer que este mayor grado de competencia bancaria esté relacionado con el hecho de que los diferenciales entre los tipos de interés que las entidades cargan a los préstamos empresariales y los tipos de referencia en los mercados monetarios para las entidades españolas fueran, hasta el comienzo de la crisis, inferiores a los diferenciales observados en otros países de referencia dentro de la UEM (véase el panel derecho del gráfico 2.6).

De este modo, el elevado nivel de competencia entre las entidades de crédito españolas también ha podido jugar un papel importante en la evolución de la financiación empresarial, en la medida en que el mismo produce un abaratamiento relativo de la financiación bancaria respecto a otras fuentes de financiación alternativas<sup>5</sup>. Entre estas últimas, conviene señalar que, con carácter general, los mercados financieros domésticos no parecen haber registrado una presión competitiva dentro del propio sector tan elevada como la evidenciada en el sector bancario en los últimos años<sup>6</sup>.

### Competencia bancaria y margen financiero

GRÁFICO 2.6



Fuente: BCE. (1) Este índice se define como la suma de los cuadrados de las cuotas de mercado de las entidades que pertenecen a una industria o sector. Un valor más bajo del índice está asociado con un número mayor de empresas con cuotas de mercado reducidas y, por tanto, con un sector donde existe, en principio, una competencia mayor. (2) El indicador de margen financiero está calculado como la diferencia entre el tipo de interés aplicado a los préstamos a largo plazo concedidos a las empresas y el Euríbor a un año.

5 Aunque, en aras de la claridad expositiva, los tres factores analizados aquí –caída en los tipos de interés, auge del sector inmobiliario y elevado nivel de competencia bancaria– se han tratado de manera independiente, en realidad no es descartable que existan relaciones de causalidad entre algunos de estos factores. En J. Andrés y Ó. Arce (2011), *Banking competition, housing prices and macroeconomic stability*, mimeo CNMV, se abordan las relaciones que pueden existir entre estos tres factores en el contexto de un modelo macroeconómico, y en Ó. Arce y D. López-Salido (2011), «Housing bubbles», en *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3 (1), pp. 212-41, se analiza la posibilidad de que se produzcan dinámicas especulativas en el mercado de la vivienda tras un descenso significativo en los tipos de interés.

6 Para un análisis de la evolución reciente del grado de competencia entre los mercados regulados y los sistemas multilaterales de negociación en la Unión Europea, véase Cecilio Gil y María Victoria Villanueva, «La competencia entre mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación en el marco de la MiFID», en el Boletín Trimestral de la CNMV del primer trimestre de 2011.

## 2.2 Financiación empresarial, ciclo económico y crisis

Las crisis, especialmente las de origen financiero, suelen tener efectos relevantes en la financiación empresarial que se manifiestan en forma de cambios en el volumen y en la composición de los pasivos del sector productivo. En esta sección se analizan varios aspectos relativos a la evolución de la financiación de las sociedades no financieras españolas alrededor de las dos últimas crisis. El objetivo es identificar algunas pautas comunes, y otras divergentes, entre ambos episodios, a fin de poder aislar varias tendencias de especial interés en este ámbito. Con este propósito, el análisis que sigue se estructura en torno a las siguientes cuestiones: i) la evolución de los pasivos empresariales a lo largo del ciclo económico y, ii) el comportamiento de la financiación bancaria y de los mercados en las distintas fases del ciclo.

### La evolución de los pasivos empresariales a lo largo del ciclo económico

Como se desprende de los dos paneles del gráfico 2.7, que contienen las variaciones del pasivo agregado de las sociedades no financieras alrededor de las dos últimas crisis de la economía española, un efecto de primer orden que se pone de manifiesto desde las primeras fases de estas crisis es el descenso en la acumulación de pasivos de las entidades. Este efecto ha sido particularmente acusado en el episodio más reciente al ir aparejado a una contracción del volumen total de los pasivos del sector corporativo, algo que no llegó a suceder en la anterior crisis. Aparte de esta diferencia en el orden de magnitud del ajuste en la financiación empresarial, un análisis más detallado, por tipo de instrumento, revela ciertas similitudes interesantes entre ambos episodios de crisis, que se analizan a continuación.

*Crédito comercial.* En ambas crisis, el crédito comercial, que representa un 28%, en promedio, de la financiación total del sector productivo español a lo largo de los últimos veinte años, se muestra especialmente volátil alrededor de ambas recesiones. En concreto, ésta es la primera fuente de financiación empresarial que se resiente al inicio de las crisis y la que, por lo general, se recupera con más vigor en las fases más tempranas de la recuperación. Este patrón dinámico puede deberse, en parte, al hecho de que, normalmente, ésta es una modalidad de financiación en la que las empresas intervinientes tienen un elevado nivel de información acerca de la situación financiera de las contrapartes y del mercado en el que operan, al tratarse típicamente de financiación concedida en el contexto de relaciones cliente-proveedor. Esto último, a su vez, permite a las contrapartes acreedoras responder con cierta rapidez ante cambios percibidos en estas condiciones<sup>7</sup>.

*Fondos propios.* Tanto en la crisis iniciada en el primer trimestre de 1993 como en la actual, dentro de las principales fuentes de financiación, la partida correspondiente a «acciones y otras participaciones» es la que muestra más estabilidad a lo largo del ciclo y, en particular, un mayor grado de resistencia durante las recesiones. En efecto, esta partida es la única que no ha sufrido un descenso neto en ninguna de las dos crisis consideradas, destacando en el primero de estos episodios el hecho de que el ritmo de acumulación de fondos propios apenas varió a lo largo de toda la crisis.

---

7 Estas dinámicas han sido estudiadas en detalle por B. Biais y C. Gollier (1997), «Trade Credit and Credit Rationing», *Review of Financial Studies*, vol. 10(4).

*Préstamos bancarios.* En esta partida conviene distinguir entre préstamos a corto y a largo plazo. Respecto a los primeros, que representan, en promedio, el 9% de la financiación de las empresas no financieras durante el periodo 1990-2010, el panel superior del gráfico 2.7 revela que durante la crisis anterior esta partida mostró una elevada persistencia en su retroceso, el cual se extendió hasta varios años después de consolidarse la recuperación económica. En concreto, esta partida no recuperó el nivel de contribución al crecimiento en la financiación total del sector que había alcanzado justo antes de la crisis, a comienzos de 1993, hasta finales de 1997. Asimismo, los préstamos bancarios a largo plazo mostraron durante aquel periodo una elevada inercia y su nivel precrisis, en términos de su contribución a la variación total de los pasivos, no se recuperó hasta prácticamente una década después (concretamente hasta el segundo trimestre de 2002).

Aunque todavía es pronto para poder establecer una comparación con la dinámica seguida por estas partidas en la crisis actual, a partir de los datos disponibles hasta el momento pueden entreverse algunas similitudes y diferencias entre ambos episodios. En primer lugar, al igual que sucedió en la década de 1990, la persistencia en la caída de los préstamos bancarios a corto plazo en la crisis actual parece sensiblemente más elevada que la observada en el caso del crédito comercial, que también tiene normalmente un vencimiento a corto plazo. En segundo lugar, cabe destacar el comportamiento, aparentemente, más dinámico de los préstamos bancarios a largo plazo registrado durante 2010 con respecto a las primeras fases de la recuperación de la crisis anterior, cuando esta partida representaba una proporción bastante más reducida del nuevo flujo de financiación empresarial.

Entre los posibles factores explicativos de la elevada persistencia mostrada por el crédito bancario tras la crisis iniciada en 1993, además de la atonía inversora durante la propia crisis, cabe destacar dos factores ligados a la oferta crediticia. En primer lugar, en el contexto de una crisis financiera, la recuperación en las condiciones de solvencia y financiación de las entidades de crédito es un proceso que normalmente conlleva un cierto tiempo, lo que determina el ritmo de recuperación de la capacidad de estas entidades para retomar políticas de concesión de préstamos más expansivas<sup>8</sup>. Otro factor que tiende a añadir cierta persistencia a la caída del crédito bancario, y que puede ser especialmente relevante en un modelo de banca relacional, es la ruptura de los vínculos entre entidad de crédito y empresa que suele producirse con mayor frecuencia en las crisis. Así, aunque la existencia de este tipo de relación resulta beneficiosa para ambas partes en la mayoría de los escenarios posibles, en la medida en que el reestablecimiento de los vínculos rotos en una crisis requiera de un lapso temporal más o menos amplio, el flujo de nuevo crédito empresarial tenderá a verse afectado negativamente en el corto plazo<sup>9</sup>.

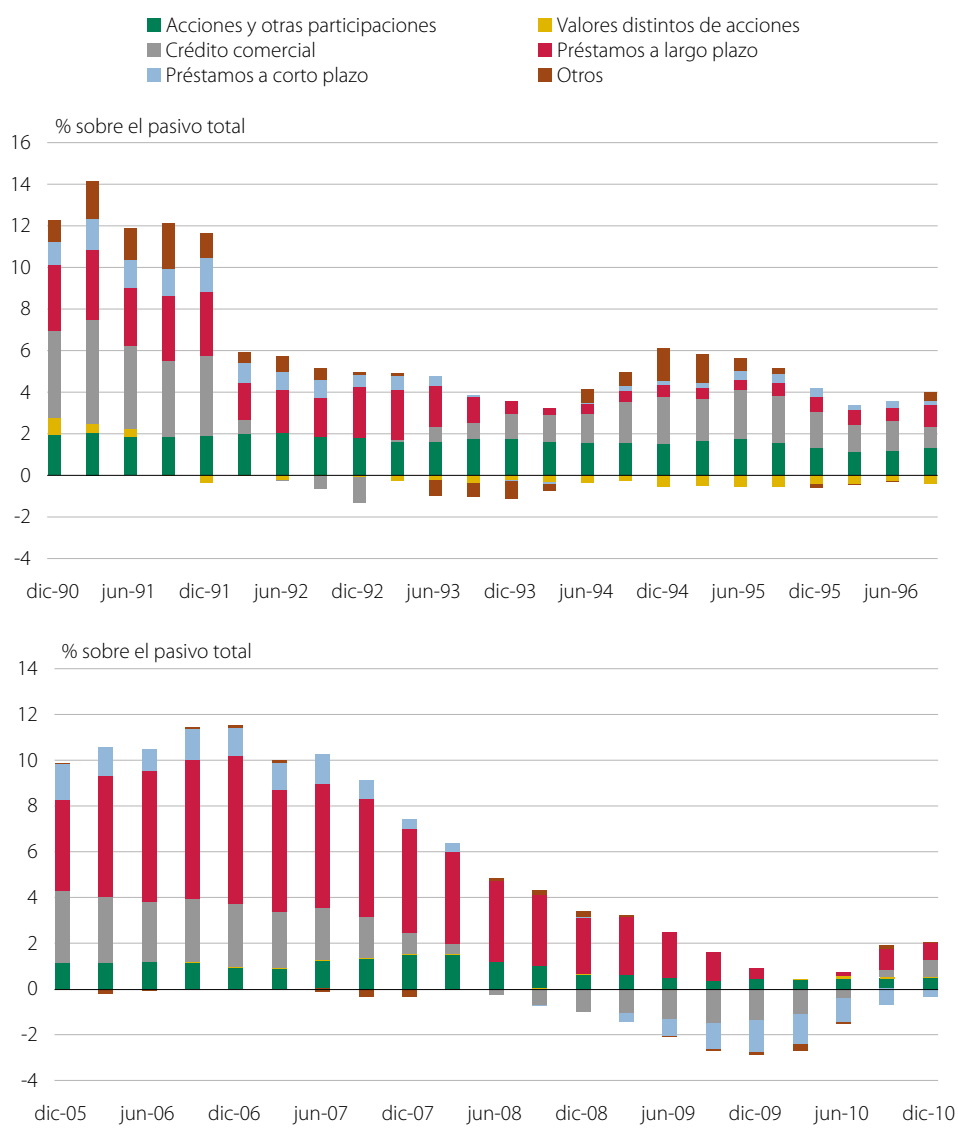
---

8 Véase S. Claessens, M. A. Kose y M. E. Terrones (2008), *What Happens During Recessions, Crunches and Busts?*, IMF Working Paper WP/08/274.

9 Véase, por ejemplo, J. Houston y C. James (2001), «Do Relationships Have Limits? Banking Relationships, Financial Constraints, and Investment», *Journal of Business*, 74(3), pp. 347-74.

## Descomposición por instrumento de la variación interanual del pasivo de las sociedades no financieras

GRÁFICO 2.7



Fuente: Banco de España.

### La financiación bancaria y los mercados en el ciclo económico

Las diferencias en el comportamiento del crédito bancario y de la acumulación de fondos propios por parte de las empresas no financieras españolas analizadas anteriormente sugieren que los mercados financieros pueden jugar un papel importante para amortiguar las caídas en el crédito bancario durante las recesiones. Así, en la medida en que durante una fase recesiva los agentes que mayoritariamente canalizan sus fondos hacia las empresas inversoras a través de los mercados vean menos afectada su capacidad de oferta de financiación que el sector bancario, cabe esperar que un retroceso en el flujo de crédito por parte de este sector pueda ser compensado en mayor medida mediante una actividad más intensa en los mercados financieros.

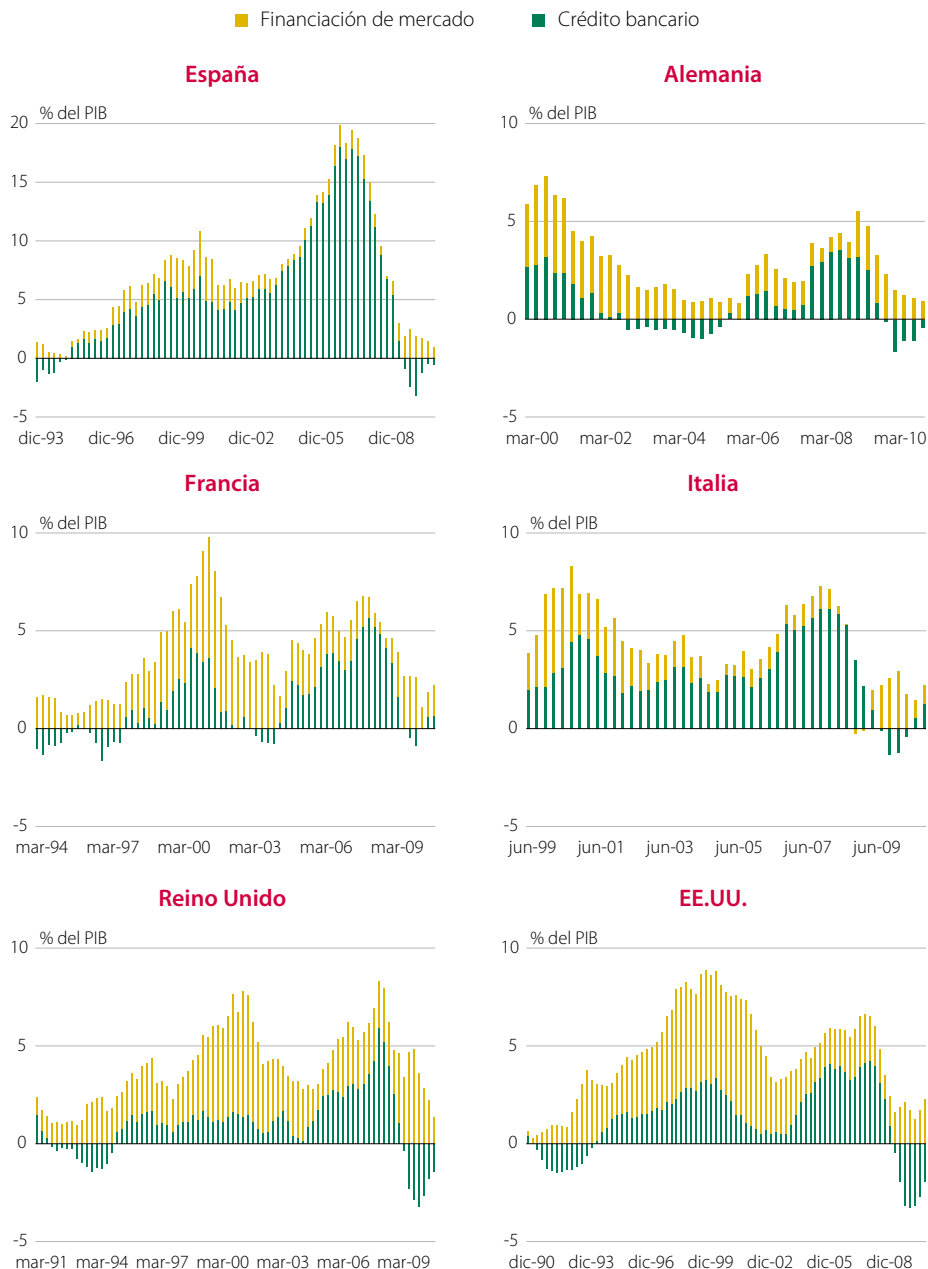
Si bien un contraste formal de la hipótesis anterior excede el planteamiento y el objetivo de este capítulo, la evidencia disponible para varios países de nuestro entorno es indicativa de que, efectivamente, el flujo de financiación neta empresarial procedente de emisiones en los mercados tiende a mostrar un claro patrón contracíclico durante los episodios de crisis. El gráfico 2.8 muestra este patrón. En efecto, para los

seis países considerados, la financiación neta que el sector productivo ha obtenido a partir de los mercados desde el inicio de la actual crisis no sólo no ha decaído, como viene sucediendo desde entonces con el crédito bancario en prácticamente todos los casos, sino que ha aumentado con respecto al periodo anterior a la crisis, y en algunos países lo ha hecho de manera muy significativa<sup>10</sup>. De este modo, la financiación provista directamente en los mercados ha servido durante el periodo más reciente para compensar, al menos parcialmente, la caída en el flujo de crédito bancario.

**Marco económico y financiero**  
**La financiación empresarial en España: tendencias y retos futuros**

**Variaciones netas en la financiación de mercado<sup>1</sup> y el crédito bancario<sup>2</sup> de las sociedades no financieras**

GRÁFICO 2.8



Fuente: Bancos centrales nacionales, Dealogic y FMI. Datos acumulados de cuatro trimestres hasta el último trimestre de 2010. (1) Emisiones netas de renta fija y renta variable cotizadas. (2) Variaciones en el saldo vivo de préstamos de las entidades de crédito residentes y no residentes.

10 Estas mismas pautas cíclicas se mantuvieron, en términos generales, en la crisis que tuvo lugar en la década de 1990, para aquellos países para los que se dispone de datos correspondientes a aquel periodo.

Asimismo, en aquellos países de la muestra para los que se dispone de series de datos suficientemente largas (España, Francia, Reino Unido y EE.UU.), este mismo efecto compensación se puede apreciar en el contexto de la recesión de la década de 1990.

### 2.3 Estructura financiera y tamaño empresarial

Como se ha puesto de manifiesto en el análisis sobre el apalancamiento recogido en el recuadro 2.1, el tamaño empresarial es una variable influyente en la estructura financiera de las compañías. En esta sección se analizan varios aspectos que en las secciones anteriores han sido tratados desde una perspectiva agregada, como la estructura de financiación y su evolución a lo largo del ciclo económico, utilizando para ello datos desagregados en función del tamaño empresarial. Concretamente, tras una descripción de la distribución del empleo y el valor añadido total de la economía española entre pequeñas y medianas empresas (pymes) y compañías de mayor tamaño, se revisan las diferencias en la estructura de financiación según el tamaño empresarial para, posteriormente, analizar cómo está afectando la crisis actual a los distintos canales de financiación según el tamaño de la compañía.

#### El papel de las pymes en la estructura productiva

Con carácter general, en la mayoría de economías industrializadas, el sector empresarial no financiero se caracteriza por una gran presencia de compañías de tamaño reducido, que generan una proporción sustancial de la producción y el empleo en la economía. En el ámbito de la Unión Europea, de acuerdo con las estimaciones de la Comisión Europea, en 2008 había 20,7 millones de empresas, de las cuales el 99,8% eran pymes<sup>11</sup> (véase cuadro 2.1). Estas compañías concentraban el 67% del empleo total de la UE y generaban el 58% del valor añadido bruto total.

En España, de un total de 2,7 millones de empresas, el 99,9% son pymes y el 0,1% son empresas grandes, lo que supone una distribución similar a la observada, en promedio, en la UE. Sin embargo, la importancia de las pymes españolas tanto en términos de generación de empleo (78%) como de valor añadido (68%) es superior al promedio de la UE<sup>12</sup>. Además, en nuestro país destaca la mayor presencia de micro pymes (véase la definición dada en el cuadro 2.1), que generan el 37,7% del empleo y el 26,5% del valor añadido (frente al 30% y el 21%, respectivamente, en la UE).

---

11 Véase la definición proporcionada en el cuadro 2.1.

12 En particular, el peso económico de estas empresas es mayor en nuestro país que en las principales economías europeas, con la excepción de Italia. Así, las pymes francesas suponen el 62% del empleo y el 55% del valor añadido, mientras que en Alemania estos porcentajes ascienden al 60% y al 53% y en Reino Unido al 55% y al 51%. En Italia, las pymes suponen el 81% del empleo y el 72% del valor añadido de las empresas no financieras. En todos los países citados, el porcentaje de pymes sobre el total de empresas figura en torno al 99%.

## Empresas no financieras en la Unión Europea: número, empleo y valor añadido. Estimaciones para 2008

CUADRO 2.1

**Marco económico y financiero**  
La financiación empresarial en España: tendencias y retos futuros

	Pymes <sup>1</sup>				Grandes empresas	Total
	Micro	Pequeñas	Medianas	Total		
<b>España</b>						
<b>Número</b>						
Miles de empresas	2.488	184	22	2.694	3	2.697
%	92,2	6,8	0,8	99,9	0,1	100
<b>Empleo</b>						
Miles de personas	5.377	3.636	2.109	11.123	3.131	14.254
%	37,7	25,5	14,8	78,0	22,0	100
<b>Valor añadido</b>						
Miles de millones de euros	159	144	104	406	192	598
%	26,5	24,1	17,3	67,9	32,1	100
<b>Unión Europea</b>						
<b>Número</b>						
Miles de empresas	19.058	1.424	226	20.709	43	20.752
%	91,8	6,9	1,1	99,8	0,2	100
<b>Empleo</b>						
Miles de personas	39.630	27.652	22.665	89.947	43.414	133.362
%	29,7	20,7	17,0	67,4	32,6	100
<b>Valor añadido</b>						
Miles de millones de euros	1.287	1.158	1.101	3.547	2.579	6.126
%	21,0	18,9	18,0	57,9	42,1	100

Fuente: EIM Business & Policy Research. (1) De acuerdo con el criterio utilizado por la Comisión Europea, las microempresas tienen menos de diez empleados, con un volumen de negocio o un balance no superiores a dos millones de euros; las empresas pequeñas tienen menos de 50 empleados y un volumen de negocio o un balance no superior a diez millones de euros; por su parte, las empresas medianas se sitúan entre los límites fijados para las empresas pequeñas y los fijados para las pymes en su conjunto.

### Estructura financiera según el tamaño empresarial

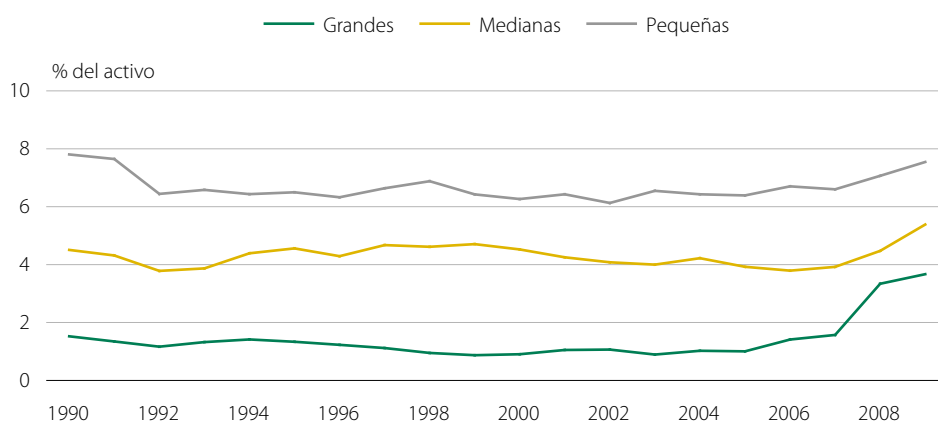
Los datos disponibles a nivel europeo relativos a la estructura de financiación empresarial, según el tamaño de la compañía, revelan que la importancia relativa de los fondos propios en el pasivo total de las entidades es relativamente similar entre las empresas grandes y las pymes<sup>13</sup>. Por otro lado, sin embargo, se perciben diferencias relevantes en la composición de la financiación ajena dependiendo del tamaño de la entidad. En particular, en las pymes españolas, el recurso a la financiación bancaria fue, en promedio durante el periodo 2000-2009, 1,8 veces superior al correspondiente a las empresas grandes. Este patrón de financiación empresarial basado en una importancia relativa mayor de la financiación bancaria en las empresas de menor tamaño se observa también en el resto de las economías europeas más importantes. Por ejemplo, la anterior ratio entre el peso de la financiación bancaria en pymes sobre el peso de esta financiación en empresas grandes es de 1,7 veces en Francia, 1,8 veces en Italia y 3,7 veces en Alemania.

13 Datos procedentes de la base de datos BACH.

Por otro lado, la estructura de financiación de una empresa afecta y, a su vez, se ve condicionada por la composición de sus propios activos. En concreto, las entidades de menor tamaño, que normalmente están sujetas a un grado de incertidumbre mayor en la generación de flujos de caja recurrentes y cuyos activos son, por lo general, menos líquidos, tienden a mantener una mayor proporción de sus activos en instrumentos más líquidos (efectivo, depósitos bancarios a la vista, etc.). Esta observación, que ha sido ampliamente documentada en muchas economías<sup>14</sup>, es notablemente robusta en el caso de las compañías españolas, tal y como ilustra el gráfico 2.9. De hecho, en el periodo más reciente, tras el comienzo de la crisis financiera, puede observarse un repunte en el peso relativo de los activos más líquidos, lo que podría evidenciar la reacción de las compañías ante el endurecimiento generalizado en las condiciones de acceso a la financiación, que se hizo menos perceptible en la crisis anterior.

### Activos más líquidos (efectivo y similares)

GRÁFICO 2.9



Fuente: Banco de España (Central de Balances Anual). Datos hasta 2009.

### Los efectos de la crisis en la financiación según el tamaño empresarial

#### Financiación bancaria

Las dificultades de financiación que experimentaron las entidades de crédito al comienzo de la actual crisis financiera, tras los graves problemas registrados en el mercado interbancario y otros mercados mayoristas, junto a un deterioro en las perspectivas acerca de la fortaleza patrimonial del sector empresarial en su conjunto, dieron lugar a un intenso endurecimiento en los criterios de concesión de créditos tanto en España como en la zona del euro. Desde entonces, la adopción de varias medidas extraordinarias de apoyo al sector financiero por parte del BCE y las distintas autoridades nacionales ha permitido contrarrestar parcialmente esta tendencia. Aún así, de acuerdo a la evidencia disponible, tanto para España como para la zona del euro los criterios para la concesión de crédito empresarial continúan siendo sen-

14 Véanse, por ejemplo, A. Alti (2003), «How sensitive is investment to cash flow when financing is frictionless?», en *Journal of Finance*, no. 58, pp. 707-722, H. Almeida, M. Campello y M. Weisbach (2004), «The cash flow sensitivity of cash», en *Journal of Finance*, no. 59, pp. 1777-1804 y C. Martínez-Carrascal (2010), *Cash Holdings, Firm Size, and Access to External Finance, Evidence for the Euro Area*, Documento de Trabajo no. 1034, Banco de España.

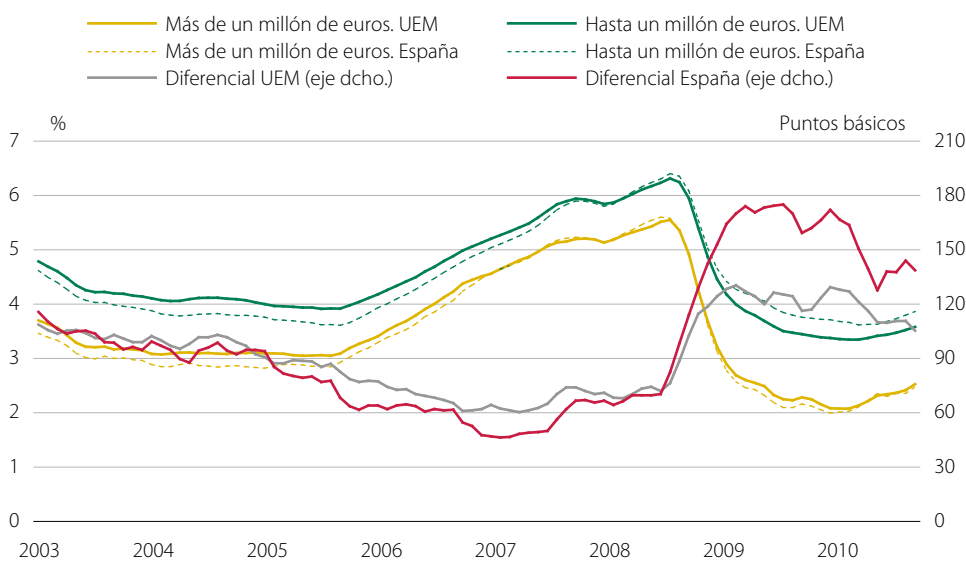


siblemente más estrictos que antes de la crisis, especialmente, en el caso de las empresas de menor tamaño<sup>15</sup>.

Tal y como se advierte en el gráfico 2.10, las distintas medidas extraordinarias adoptadas en las primeras fases de la crisis propiciaron un descenso generalizado de los tipos de interés del crédito empresarial aplicados en la zona del euro. Sin embargo, el diferencial entre los tipos de interés aplicados a operaciones inferiores a un millón de euros y los correspondientes a operaciones de volumen superior a esa cantidad se amplió significativamente tras el colapso de Lehman Brothers, manteniéndose desde entonces en niveles muy superiores a los registrados antes de la crisis. Por consiguiente, en la medida en que cabe esperar que el tamaño medio de los créditos esté directamente relacionado con el tamaño empresarial, la anterior observación sugiere que el encarecimiento del crédito para empresas de menor tamaño que siguió al inicio de la crisis ha sido comparativamente mayor al de las empresas grandes. De acuerdo con esta interpretación, cabe señalar que el mayor encarecimiento relativo del crédito para las empresas de tamaño más reducido habría sido considerablemente más pronunciado en España que en el promedio del área del euro.

**Tipos de interés de los créditos concedidos a empresas no financieras: zona del euro y España (nuevas operaciones)**

GRÁFICO 2.10



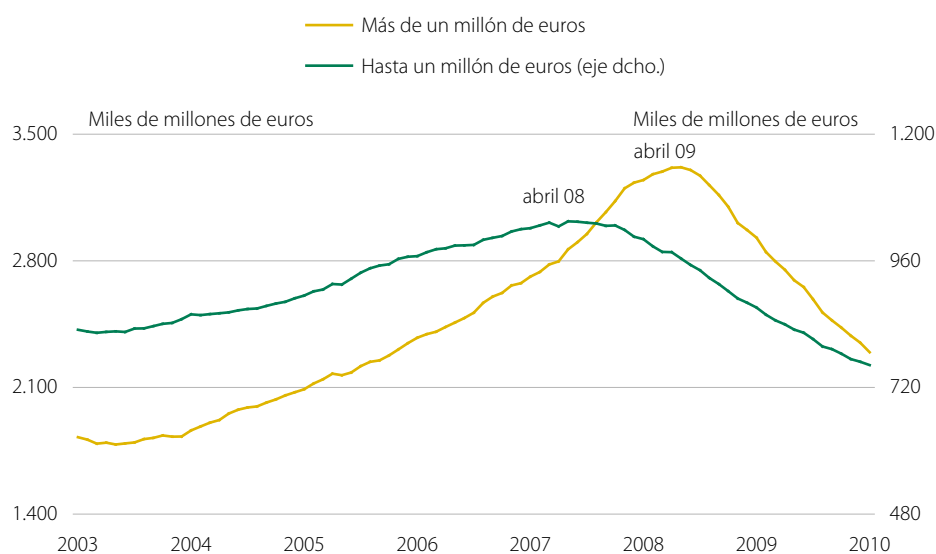
Fuente: BCE. Medias móviles trimestrales hasta diciembre de 2010.

El impacto asimétrico de la crisis financiera en el coste del crédito según el tamaño de la operación ha tenido su reflejo en la evolución del crédito. En efecto, las diferencias en el patrón temporal de las operaciones de crédito en función de su tamaño sugieren que las pymes empezaron a acusar el descenso de la financiación bancaria con más antelación (cerca de un año) que las empresas de mayor tamaño (véase gráfico 2.11). En cuanto a la intensidad de estos ajustes, cabe señalar que el saldo vivo del crédito de las operaciones de menor tamaño a finales de 2010 se situaba cerca de un 17% por debajo de la media del periodo 2004-2009, frente a un 7% de caída en el caso de las operaciones de mayor tamaño.

15 Véase BCE (2011), *The Euro Area Bank Lending Survey*, disponible en [http://www.ecb.int/stats/pdf/blsurvey\\_201101.pdf?df63bb21fb7cf7e27dff53ae18641c55](http://www.ecb.int/stats/pdf/blsurvey_201101.pdf?df63bb21fb7cf7e27dff53ae18641c55).

## Saldo vivo de los créditos concedidos a las empresas no financieras de la zona del euro (nuevas operaciones)

GRÁFICO 2.11



Fuente: BCE. Media móvil de doce meses. Datos hasta diciembre de 2010.

### Financiación vía mercado

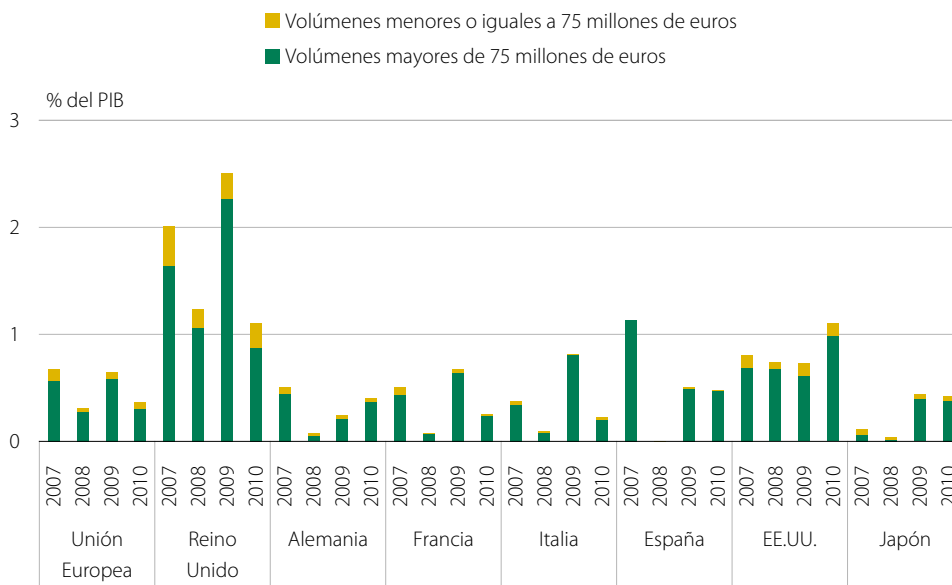
Las diferencias en las pautas de financiación empresarial relacionadas con el tamaño de las compañías analizadas anteriormente son también extensibles, e incluso más acusadas, en el ámbito de los mercados financieros. En el marco de la crisis financiera actual, con una caída generalizada en la actividad emisora de las empresas no financieras en todas las economías de nuestro entorno, el acceso de las empresas de menor tamaño a este canal de financiación ha sido muy escaso.

Como se desprende de los datos relativos a salidas a bolsa y ampliaciones de capital en los últimos años, en general, las operaciones de importes reducidos, que normalmente son imputables a empresas de tamaño reducido, sólo representan una proporción muy minoritaria del volumen total de estas operaciones (véase gráfico 2.12). De hecho, con la excepción del Reino Unido y, en menor medida, de EE.UU., la presencia de operaciones de volumen reducido es, en general, muy modesta. Esta observación se hace todavía más patente en el caso de las emisiones de renta fija, donde las operaciones de menor importe representan sólo una proporción marginal del total de emisiones (véase gráfico 2.13).

De este modo, cabe concluir que en las principales economías industrializadas la vía de las emisiones directas en los mercados apenas está siendo utilizada por las pymes para sustituir la pérdida del acceso al canal bancario que puedan estar experimentando en la actual crisis financiera. En el caso de la economía española, esta última observación es especialmente relevante, en la medida en que el peso de las pymes en la estructura productiva es mayor que en el resto de los países de nuestro entorno. De hecho, en relación a las operaciones de mayor tamaño, especialmente las de renta variable, las compañías españolas han mostrado a lo largo de los últimos años un dinamismo emisor equiparable, e incluso superior en algunos casos, a lo observado en las principales economías de la Europa continental.

## Emisiones de renta variable<sup>1</sup> según el tamaño de la operación

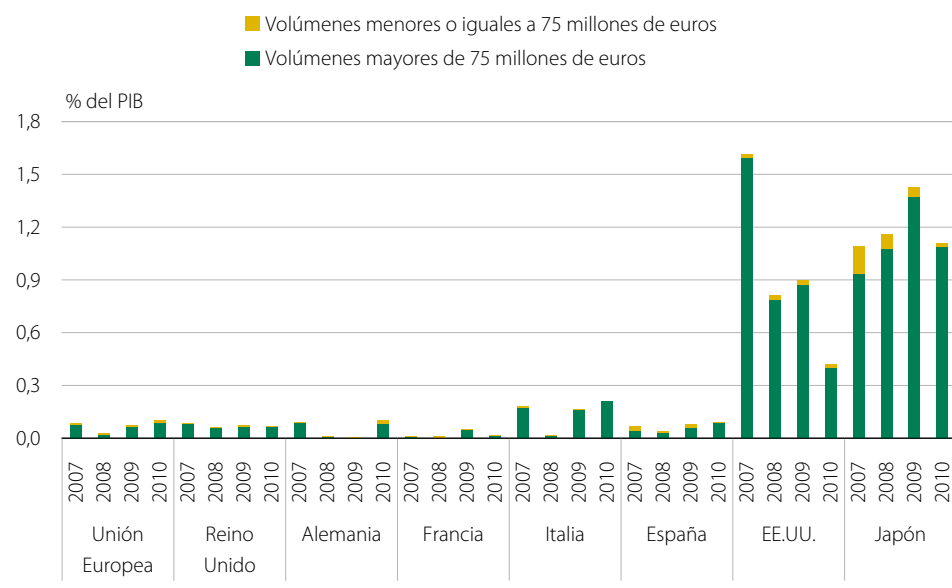
GRÁFICO 2.12



Fuente: Dealogic. (1) Ampliaciones de capital y salidas a bolsa.

## Emisiones brutas de renta fija<sup>1</sup> domésticas según el tamaño de la operación

GRÁFICO 2.13



Fuente: Dealogic. (1) No incluye pagarés.

Por último, cabe señalar que algunas de las fuentes de financiación alternativas al crédito bancario con más implantación en el ámbito de las empresas de menor tamaño, como las actividades relacionadas con el capital-riesgo, también han sufrido un acusado descenso en el marco de la actual crisis. En concreto, según datos de la European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA), para el conjunto de países europeos, las inversiones de capital-riesgo centradas en las primeras fases de desarrollo de la empresa (arranque y semilla) pasaron de representar el 0,6% del PIB en 2007 al 0,2% del PIB en 2009. En España, estos porcentajes quedaron en el 0,3% y el 0,1% del PIB, respectivamente.

Marco económico y financiero  
La financiación empresarial en España: tendencias y retos futuros

## 2.4 Los retos para la financiación de las pymes en el escenario postcrisis

La evidencia expuesta en la sección anterior es indicativa de un empeoramiento relativo más acusado en las condiciones de financiación de las pymes, con respecto a empresas de mayor tamaño, en el contexto de la actual crisis. Así, las primeras, más dependientes del crédito bancario, en general, sufren de manera más intensa la contracción en la oferta de financiación por parte de las entidades de crédito. Además, su menor capacidad de acceso a los mercados les limita las posibilidades de mitigar los efectos del retroceso en el flujo de crédito acudiendo a las emisiones directas en el mercado.

El elevado grado de recurso al crédito bancario por parte de las pymes hace que el actual proceso de saneamiento y reestructuración del sector doméstico de entidades de crédito plantee una preocupación lógica acerca de las condiciones de acceso a este tipo de financiación por parte de estas empresas a corto plazo. Al mismo tiempo, no es descartable que algunos de los elementos de la nueva regulación prudencial puedan amplificar la desventaja comparativa de las pymes frente a las empresas de mayor tamaño en el terreno financiero.

En relación a este último aspecto, cabe señalar que Basilea III, como se conoce al nuevo marco internacional de regulación bancaria, establecerá, con carácter general, requisitos de capital para las entidades de crédito más estrictos que los vigentes hasta ahora. En concreto, los nuevos requisitos elevarán no sólo el nivel de capital que deben mantener estas entidades, sino que también fijarán condiciones más restrictivas en cuanto a su composición, al reducir el conjunto de instrumentos susceptibles de ser considerados capital de la máxima calidad. Al mismo tiempo la nueva regulación hará más severa la penalización de las actividades de mayor riesgo en términos de capital y establecerá reservas o «colchones» de capital obligatorios en los periodos de bonanza. Por otra parte, se introducirán, como elementos novedosos en el marco del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, requisitos de liquidez y coeficientes de apalancamiento con los que se prevé desincentivar, respectivamente, los desajustes en el perfil de vencimientos entre activos y pasivos y el excesivo endeudamiento por parte de las entidades bancarias.

De este modo, el reforzamiento del marco prudencial, que la crisis ha revelado como absolutamente necesario, posiblemente conllevará una reducción en la capacidad de intermediación del sistema bancario en su conjunto. Aunque en estos momentos no parece factible estimar con precisión el efecto de estas medidas sobre el flujo de crédito empresarial, sí parece razonable anticipar que las empresas con menor tamaño, cuyos proyectos de inversión típicamente conllevan mayores riesgos y cuyos pasivos financieros bancarios gozan de una menor liquidez, percibirán de manera más directa un mayor rigor en las condiciones de acceso a la financiación bancaria.

En este escenario, es preciso reflexionar acerca del papel que pueden jugar otros mecanismos de financiación para promover el reestablecimiento de unas condiciones estables más favorables para la financiación de las empresas de menor tamaño. Con este propósito, a continuación se presentan algunos aspectos básicos del capital-riesgo y los mercados de valores, como principales alternativas a la financiación bancaria de las pymes, así como las principales cuestiones alrededor del actual debate acerca de cómo potenciar el papel de los mercados de valores para favorecer la financiación de estas empresas.

## Alternativas de financiación para las empresas en crecimiento: capital-riesgo y mercados

Marco económico  
y financiero  
La financiación empresarial  
en España: tendencias  
y retos futuros

Los retos que para las pymes plantea la evolución futura del canal bancario deben incentivar la búsqueda de alternativas, algo especialmente relevante en el caso de la economía española, a la vista del mayor peso de estas empresas en el tejido productivo de nuestro país y el menor desarrollo de otras fuentes de financiación en comparación con otros países, tal y como se ha evidenciado en las secciones anteriores de este capítulo.

Una de las alternativas de financiación externa cuyo desarrollo resulta imprescindible, especialmente en el caso de empresas de nueva creación, es la financiación mediante renta variable, es decir, mediante la entrada de nuevos socios en la propiedad de la firma. Los mercados ya han generado algunas fórmulas especializadas para la financiación de las pymes mediante renta variable aunque su implantación en España, como se argumenta a continuación, ha sido escasa. Así, en las fases iniciales de la actividad de las nuevas empresas, éstas pueden solicitar la participación en su capital de inversores particulares, los denominados *business angels*, que suelen realizar aportaciones de reducida escala. En fases algo más avanzadas o cuando se requieren mayores inversiones, cabe la posibilidad de acudir al capital-riesgo formal (fondos y sociedades de inversión). Las actividades del capital-riesgo se encuadran en un sector de inversión más amplio, el de las actividades de *private equity*, que también ofrece otras alternativas de financiación a las empresas en fases relativamente maduras.

No obstante, las actividades de capital-riesgo especializadas en las primeras fases de la vida de las empresas están todavía poco desarrolladas en Europa en comparación con Estados Unidos y sólo representan una pequeña parte de la inversión total de *private equity* (en torno al 5% en 2009). En el ámbito europeo, se observa un mayor grado de desarrollo del capital-riesgo en el Reino Unido, en Francia y en algunos países nórdicos, pero el panorama general, incluida España, es de escasa actividad del sector, acentuada por el efecto contractivo de la crisis económica.

Alternativamente, las pymes también tienen la posibilidad de obtener financiación mediante la emisión de renta variable en los mercados de valores. De hecho, la cotización en un mercado de este tipo no sólo puede resultar útil para obtener financiación, sino que también puede añadir valor en otras dimensiones relevantes. Por ejemplo, disponer de un mercado secundario que confiera un cierto grado de liquidez a las acciones de una compañía puede facilitar la eventual desinversión de los socios financieros (como el capital-riesgo), lo que favorece la inversión inicial. Por otra parte, los precios de las acciones en el mercado pueden proporcionar una referencia para valorar la calidad de la gestión. Asimismo, una de las ventajas más citadas por las empresas de pequeño y mediano tamaño que deciden cotizar en el mercado es la ganancia que obtienen en términos de visibilidad y reputación ante sus clientes, proveedores y financiadores potenciales, asociada en el caso de la reputación al cumplimiento de los requisitos de transparencia y conducta exigidos para cotizar.

Aunque las pymes pueden cotizar en los denominados primeros mercados, por ejemplo, en los mercados regulados bajo el ámbito de la Directiva europea de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID), los gestores de las bolsas de valores y otros promotores de infraestructuras de negociación han desarrollado plataformas de negociación específicas para las empresas de menor tamaño, como los mercados

alternativos europeos. En comparación con los primeros mercados, los mercados alternativos establecen requisitos de admisión y permanencia más adaptados a las características de estas empresas. En particular, son más flexibles en lo que se refiere al régimen de información debida al mercado, establecen cláusulas de permanencia mínima en el accionariado para los principales accionistas tras la admisión a cotización y contemplan la contratación obligatoria de determinados servicios por parte del emisor (asesores registrados, introductores o patrocinadores, proveedores de liquidez, etc.), con la finalidad de asegurar el cumplimiento de las reglas del mercado y proporcionar cierta liquidez al valor.

El mayor mercado alternativo europeo es el Alternative Investment Market (AIM), en el que cotizaban más de 1.200 compañías a finales 2010. Este mercado, creado en 1995, se ha beneficiado de las ventajas de Londres como plaza financiera, atrayendo a un número significativo de empresas de otros países. En comparación con otros países europeos, también se ha visto favorecido por el mayor desarrollo del capital-riesgo en el Reino Unido, actividad que genera un vivero de empresas susceptibles de cotizar en el mercado a través de los procesos de desinversión mencionados anteriormente. Debido a su éxito, el AIM ha constituido una referencia básica en el diseño posterior de la mayoría de los mercados alternativos europeos. Entre éstos, los de mayor actividad son Alternext (170 compañías), Entry Standard (130) y First North (130), vinculados a NYSE Euronext, Deutsche Börse y las bolsas nórdicas, respectivamente.

España también cuenta con un mercado de estas características, el segmento para empresas en expansión del Mercado Alternativo Bursátil (MAB), cuyas operaciones se iniciaron en julio de 2009. A finales de febrero de 2011, este mercado contaba con 13 empresas cotizadas. Desde su creación hasta diciembre de 2010, las compañías cotizadas en este mercado captaron un total de 63 millones de euros, situándose el importe máximo captado por una compañía en doce millones. Por su parte, la capitalización del mercado se situaba en torno a 321 millones de euros, de los cuales 43 millones correspondían a la empresa con mayor capitalización.

### Hacia un mayor papel de los mercados en la financiación de las pymes

La evolución de las bolsas europeas durante los últimos veinticinco años pone de relieve que, en general, no resulta sencillo atraer hacia estos mercados a las nuevas empresas con potencial de crecimiento, objetivo que hoy se pretende alcanzar a través de los mercados alternativos. En efecto, existen, como mínimo, dos antecedentes en este ámbito: los denominados «segundos mercados» y los «nuevos mercados», establecidos en diversos países europeos en la segunda mitad de las décadas iniciadas en 1980 y 1990, respectivamente. La introducción de estos mercados coincidió con periodos expansivos del ciclo económico y con fases alcistas de la bolsa, pero, con contadas excepciones, entre las que se encuentra el AIM británico, su actividad languideció poco tiempo después de su lanzamiento.

Las dificultades para la financiación de las empresas de menor tamaño a raíz de la crisis, sin embargo, han motivado un debate acerca de cómo potenciar el papel de estos mercados y, en particular, en torno a las posibilidades de actuación en el ámbito de la regulación y de la política económica que puedan favorecer su consolidación. Una parte importante de este debate se ha centrado en las tres áreas siguientes: el fomento de la participación de las empresas en el mercado, la ampliación de la base inversora y el diseño del mercado.

## El fomento de la participación de las empresas en el mercado

En muchos países europeos, incluida España, existe ya una cierta tradición de políticas públicas de apoyo a las pymes, algunas de las cuales se dirigen específicamente a determinados tipos de empresas de nueva creación y elevado potencial de crecimiento. Recientemente, también se han empezado a instrumentar ayudas destinadas a facilitar el acceso de las pymes a los mercados de capitales. En España, estas ayudas se dirigen a la financiación parcial, mediante créditos o subvenciones, de algunos gastos asociados al proceso de salida a cotización en el MAB o a los estudios de viabilidad previos, así como a la provisión de apoyo técnico<sup>16</sup>.

Estas ayudas se justifican por el coste y la complejidad del proceso de salida a bolsa, en la medida en que estos obstáculos podrían resultar disuasorios para las pequeñas empresas. Por ejemplo, Kaserer y Schiereck (2008) analizan estos costes en diversos mercados internacionales y estiman que la mediana de los costes directos de estas operaciones se situó, en media para el período 1999-2008, entre el 7,6% y el 20% del total de la operación, dependiendo del mercado alternativo en cuestión<sup>17</sup>. En cambio, para los grandes valores, la mediana se situó entre el 5,5% y el 8,1%.

## La ampliación de la base inversora

La ampliación de la base inversora constituye un requisito imprescindible para afianzar el papel de los mercados en la financiación de las pymes. Los incentivos fiscales han constituido hasta ahora el núcleo básico de las políticas orientadas hacia dicho objetivo y algunos de los mercados alternativos europeos más dinámicos, como el británico AIM y el francés Alternext, se benefician de la existencia de incentivos fiscales dirigidos a los inversores. En ambos casos, la legislación dirige los beneficios hacia los inversores finales que participan en determinados vehículos de inversión colectiva o, como en el caso británico, en otros esquemas orientados hacia actividades de capital-riesgo.

Las medidas contempladas en estos dos países incluyen deducciones de la base imponible del impuesto sobre la renta por suscripción de nuevas acciones o participaciones en los vehículos contemplados, bonificaciones en las plusvalías y exención del impuesto de sucesiones (en el Reino Unido). Cabe destacar, en particular, el tratamiento fiscal favorable que reciben los inversores que participan en los Venture Capital Trusts (VCT), instituciones de inversión colectiva cotizadas en la Bolsa de Londres que están obligadas a mantener un 70% de su cartera en acciones de pequeñas empresas no cotizadas o cotizadas en mercados no regulados, como el AIM.

En España, varias Comunidades Autónomas, en concreto, Cataluña, Madrid, Galicia y Aragón, tienen establecidas bonificaciones por inversión en compañías cotizadas en el MAB y con domicilio en la Comunidad respectiva. En este caso, las bonificaciones no contemplan la interposición de vehículos de inversión especializados, sino

---

16 En la actualidad, conceden estas ayudas la empresa pública ENISA (Empresa Nacional de Innovación), adscrita al Ministerio de Industria, que puede otorgar préstamos a dos años, de hasta 1,5 millones de euros, sin intereses ni comisiones, y algunas Comunidades Autónomas, en concreto Madrid, Galicia y Murcia.

17 Véase C. Kaserer y D. Schiereck (2008), *Primary Market Activity and the Cost of Going and Being Public*, mimeo European Business School.

que se dirigen a contribuyentes que inviertan directamente en los valores de las compañías.

Si bien todavía es pronto para extraer conclusiones firmes acerca de cuál de las alternativas descritas aquí es más efectiva para incentivar el desarrollo de los mercados alternativos, con carácter general, es necesario supeditar cualquier actuación en este ámbito a criterios de eficiencia en el uso de los recursos públicos. Esto último requiere de un análisis previo en el que se identifiquen los fallos de mercado (asimetrías informativas, restricciones financieras, externalidades, etc.) y cómo estos fallos pueden dar lugar a una brecha entre el beneficio privado, para el empresario, derivado de que la empresa en cuestión acceda a un mercado de capitales, y el beneficio social, que es lo que eventualmente justificaría una medida incentivadora de este tipo. Aunque un análisis exhaustivo de tipo coste-beneficio desbordaría el objetivo de este capítulo, parece claro que las ayudas a la superación de los costes de acceso al mercado son más fácilmente reconciliables con el criterio general de eficiencia antes expuesto que los subsidios a los inversores, especialmente cuando estos subsidios puedan ocasionar distorsiones en el grado de liquidez del mercado, incentiven la asignación de la inversión anteponiendo criterios de territorialidad frente a eficiencia económica o tengan naturaleza permanente.

### El diseño del mercado

En cuanto a los aspectos relacionados con el diseño del mercado, uno de los problemas clave de los mercados alternativos e, incluso, de los valores de mediana capitalización cotizados en los mercados regulados es su reducida visibilidad para los inversores. Una de sus principales causas es la escasa atención que los analistas dedican a estos mercados o valores en comparación con los mercados y valores de mayor capitalización. En este sentido, cabe cuestionarse si la dimensión relativamente reducida de muchos mercados alternativos, constituidos a escala nacional, es adecuada para atraer la atención de los analistas y de los intermediarios, indispensable para asegurar el crecimiento del mercado. De no ser así, un mercado que no alcance una masa crítica suficiente en cuanto al número de empresas cotizadas puede generar entre los inversores una percepción negativa sobre su liquidez agregada, especialmente cuando los valores cotizados son ya de por sí poco líquidos, como suele ocurrir con los emitidos por las empresas de menor tamaño.

Las limitaciones del marco nacional en el diseño de los mercados de valores han generado, en diferentes momentos y contextos, propuestas para crear plataformas de negociación de ámbito transnacional. De hecho, las fusiones y adquisiciones en el ámbito de las infraestructuras de negociación que se han producido en los mercados europeos durante los últimos años sugieren la existencia de notables economías de escala que pueden materializarse a través de procesos de integración.

En el caso de los mercados alternativos para nuevas empresas con potencial de crecimiento, la posibilidad de consolidarse en un marco exclusivamente nacional está fuertemente condicionada por la capacidad de la economía para generar empresas con este perfil, que a su vez depende de factores que cambian de forma lenta en el tiempo, como el tamaño de la economía, el asentamiento del espíritu emprendedor, el nivel educativo de la población o la inversión en I+D+i, entre otros. No es de extrañar, por tanto, que algunos expertos hayan propuesto recientemente el establecimiento de plataformas de negociación de carácter paneuropeo para valores de pequeña y mediana capitalización. En concreto, Demarigny (2010) sugiere una única



plataforma europea para este tipo de valores en el contexto de los mercados regulados MiFID, aunque sus argumentos pueden aplicarse también al caso de los mercados alternativos<sup>18</sup>.

La regulación del mercado constituye también un elemento clave para asegurar su viabilidad en un contexto de adecuada protección de los inversores. En particular, uno de los principales puntos de fricción que deben resolver los mercados que deseen atraer a las empresas de nueva creación o, en general, a empresas de pequeño y mediano tamaño, es el relativo al ajuste de los requisitos de información al mercado por parte de estas compañías (contenido, periodicidad, plazos de presentación, etc.), de modo que se garantice un adecuado nivel de transparencia sin que los costes de cumplimiento de tales requisitos resulten excesivamente gravosos.

Como se ha indicado, en comparación con los mercados regulados, los mercados alternativos ofrecen a las pymes requisitos de transparencia más holgados, cuyo cumplimiento comporta costes más reducidos. En estos momentos existe un debate en el ámbito europeo acerca de la conveniencia de introducir también en los mercados regulados requisitos menos estrictos para las empresas de pequeña y mediana capitalización, de forma que se favorezca su acceso a estos mercados y se reduzcan los costes de permanencia en ellos. Ahora bien, cualquier medida que eventualmente pudiera comportar una revisión de los requisitos de transparencia debe tener en cuenta la necesidad de señalar adecuadamente la calidad de la información que se ofrece al mercado, puesto que la ausencia de una adecuada señalización en el marco de un mercado regulado puede generar confusión entre los inversores y afectar negativamente a la reputación del mercado en su conjunto.

---

18 F. Demarigny (2010), *An EU-Listing Small Business Act*, Mazars Group, marzo de 2010. Disponible en <http://www.mazars.com/Home/News/Latest-news2/Report-calling-for-an-EU-listing-SBA>



## II Mercados y emisores



### 3.1 Panorama general

Como se indica en el capítulo 1, a lo largo de 2010, el mercado español de renta variable acusó de manera significativa los efectos de los sucesivos episodios de crisis de la deuda soberana europea, con descensos en los índices representativos y en la mayoría de los sectores (véase el cuadro 1.4). En particular, el Ibex 35 cayó a lo largo del pasado año un 17,4%, y en algunos sectores (inmobiliario, seguros, bancos y químicas) el descenso superó el 25%. Las principales excepciones a la tendencia negativa imperante en la bolsa española se produjeron en los sectores relacionados con bienes y servicios de consumo.

Por su parte, la volatilidad cotizada en los mercados de opciones sobre el Ibex 35 experimentó repuntes notables en los momentos de mayor inestabilidad agregada, especialmente en mayo y diciembre. El aumento de la volatilidad quedó reflejado en el amplio rango de variación del índice durante 2010, superior a 3.300 puntos, con un máximo de 12.250 puntos el 6 de enero y un mínimo de 8.669 el 8 de junio, coincidiendo con las turbulencias previas al rescate de Irlanda. Así, el promedio de la volatilidad a lo largo del año se aproximó al 30%, claramente por encima de las medias históricas.

No obstante, cabe destacar, como elemento positivo, la elevada liquidez del mercado, que cerró el año volviendo a superar el billón de euros en contratación y con un récord histórico en cuanto al número de acciones contratadas, más de 40 millones. Cabe destacar, asimismo, que tres valores españoles (Santander, Telefónica y BBVA) se encontraban, de nuevo, entre los cuatro más negociados del índice Eurostoxx 50.

### 3.2 Tamaño del mercado

#### 3.2.1 Capitalización bursátil

El valor de mercado de las empresas cotizadas en el mercado regulado español se situó en 470.998 millones de euros al cierre del ejercicio 2010, lo que supone un descenso del 16,6% con respecto a 2009, porcentaje muy similar a la caída de los índices internacionales de referencia. Por otro lado, se mantuvo la concentración de la capitalización de los años precedentes, de manera que 14 empresas concentraron el 75% de la capitalización bursátil global del mercado mientras que las empresas incluidas en el Ibex 35 aglutinaron el 87,5% de la capitalización total del mercado. El valor de estas últimas al finalizar 2010 ascendía a 412.399 millones de euros, un 15,2% menos que en 2009.

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

CUADRO 3.1

Importes en millones de euros

	2007	2008	2009	2010	% var. 10/09
<b>Total bolsas</b>	<b>764.751,6</b>	<b>476.031,7</b>	<b>545.479,3</b>	<b>470.998,6</b>	<b>-13,7</b>
Mercado continuo	756.786,3	470.426,1	541.140,6	466.762,5	-13,7
Nacional	755.285,4	469.876,7	539.816,2	465.335,6	-13,8
Extranjero <sup>2</sup>	1.501,0	549,4	1.324,5	1.426,9	7,7
Corros <sup>3</sup>	7.678,4	5.495,7	4.257,7	4.161,6	-2,3
de los que SICAV <sup>4</sup>	245,4	155,0	31,2	33,4	6,9
Madrid	2.008,1	1.554,4	997,3	878,8	-11,9
Barcelona	4.657,8	3.609,8	3.431,9	3.465,6	1,0
Bilbao	108,2	45,9	435,4	362,1	-16,9
Valencia	1.229,3	786,1	559,2	458,7	-18,0
Segundo mercado	286,8	109,9	80,9	74,6	-7,8

Fuente: CNMV. (1) Mercado regulado MiFID. (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 recogen 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.

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

CUADRO 3.2

Importes en millones de euros

Sector	2009	2010	2009	2010	% var. 10/09
Petróleo	2	2	28.685,8	30.346,3	5,8
Energía y agua	9	9	100.575,5	82.453,0	-18,0
Minería y metálicas básicas	9	9	6.119,7	5.916,3	-3,3
Cementos y mat. construcción	5	5	2.644,0	2.272,0	-14,1
Químicas	6	6	3.559,3	2.606,2	-26,8
Textil y papeleras	20	18	32.149,4	39.467,0	22,8
Metal mecánica	17	15	12.964,2	11.122,4	-14,2
Alimentación	13	12	6.826,5	7.569,5	10,9
Construcción	7	8	25.393,4	26.490,4	4,3
Inmobiliarias	27	27	6.254,5	5.130,3	-18,0
Transportes y comunicaciones	5	4	108.365,8	90.708,1	-16,3
Otros no financieros	24	25	18.936,4	24.598,6	29,9
<b>Total sector no financiero</b>	<b>144</b>	<b>140</b>	<b>352.474,5</b>	<b>328.679,8</b>	<b>-6,8</b>
Bancos	10	9	168.489,8	118.155,7	-29,9
Seguros	2	2	10.440,0	7.804,9	-25,2
Sociedades de cartera	11	11	14.020,3	16.309,5	16,3
SICAV <sup>2</sup>	2	2	54,7	48,7	-10,9
Entidades de financiación	0	0	0	0	-
<b>Total sector financiero</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	<b>193.004,8</b>	<b>142.318,8</b>	<b>-26,3</b>
<b>Total</b>	<b>169</b>	<b>164</b>	<b>545.479,3</b>	<b>470.998,6</b>	<b>-13,7</b>

Fuente: CNMV. (1) Mercado regulado MiFID. Se incluye únicamente la capitalización de empresas que hayan tenido negociación durante el año. (2) Sólo incluye aquellas sociedades de inversión registradas como IIC admitidas en las bolsas.

Como se aprecia en el cuadro 3.2, el sector financiero registró un descenso de la capitalización superior al del resto de los sectores, lastrado por la caída de las cotizaciones de los bancos. El sector bancario fue, precisamente, el que tuvo un mayor peso en la capitalización del mercado español, con un 25% del total, seguido por el del transporte y las telecomunicaciones (19,2%) y el de la energía (17,5%).

Las ratios de capitalización y contratación sobre el PIB de las bolsas españolas ponen de manifiesto que nuestro mercado siguió siendo durante 2010 uno de los más importantes en relación con el tamaño de la economía (véase cuadro 3.3). En efecto, en términos de la ratio entre contratación bursátil y PIB, el mercado español sólo fue superado por la Bolsa de Nueva York, mientras que, en capitalización, la ratio correspondiente acusó la desfavorable evolución relativa de los precios en nuestro mercado.

### Capitalización y contratación bursátil en relación al PIB

CUADRO 3.3

%

	Capitalización		Contratación	
	2009	2010	2009	2010
EE.UU. <sup>1</sup>	104,4	118,2	212,3	208,2
Nueva York	82,0	91,5	123,1	121,6
Tokio	67,3	71,0	81,2	70,2
Londres <sup>2</sup>	104,3	84,1	126,9	63,8
Euronext <sup>3</sup>	63,9	75,0	43,9	50,3
Alemania	35,1	43,2	61,0	49,2
España	52,3	44,5	83,4	97,0

Fuente: World Federation of Exchanges, Fondo Monetario Internacional y CNMV. (1) El numerador es la suma de NYSE y Nasdaq. Los datos de capitalización corresponden, para cada mercado, a la última sesión hábil del mes de diciembre. (2) Los datos de Londres incluyen a partir de 2010 datos de la Bolsa de Italia, integrados en el London SE Group, y el PIB de ambos países. (3) El denominador es la suma de los PIB nominales de Francia, Holanda, Bélgica y Portugal.

### 3.2.2 Sociedades cotizadas

Excluyendo las SICAV, a finales de 2010 había un total de 163 empresas cotizadas en las bolsas españolas, cinco menos que en 2009. El mercado continuo contaba con 129 sociedades, tres menos que al finalizar el año anterior. Dentro de este mercado, se dieron de alta dos sociedades, mientras que hubo cinco bajas. En el mercado de corros se produjo una baja (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	Nacionales	Extranjeras		
Admitidas a 31/12/09	169	132	127	5	30	7
Admitidas a 31/12/10	164	129	123	6	29	6
<b>Altas en 2010</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	-	-
Nuevas admisiones	2	1	1	1	-	-
Altas por fusión	-	-	-	-	-	-
Cambio de mercado	-	-	-	-	-	-
<b>Bajas en 2010</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	-	<b>1</b>	<b>1</b>
Exclusiones	7	5	5	-	1	1
Exclusiones por fusión	-	-	-	-	-	-
Cambio de mercado	-	-	-	-	-	-
Variación neta en 2010	-5	-3	-4	1	-1	-1

Fuente: CNMV. (1) Mercado regulado MiFID.

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

A pesar de las buenas expectativas existentes a finales de 2009 respecto a la realización de ampliaciones de capital y nuevas emisiones, la incertidumbre sobre el sistema financiero impidió que culminaran buena parte de las operaciones previstas. Aun así, destacaron las colocaciones de Amadeus y Enel Green Power, empresa que cotizará simultáneamente en la Bolsa de Italia. En el segmento de empresas en expansión del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) se incorporaron diez nuevas empresas.

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

CUADRO 3.5

Importes en millones de euros

	2007	2008	2009	2010	% var. 10/09
<b>Ampliaciones de capital</b>	<b>67.887,0</b>	<b>16.339,7</b>	<b>11.388,7</b>	<b>15.407,0</b>	<b>35,3</b>
De las cuales OPS <sup>2</sup>	8.502,7	292,0	17,4	958,7	5.414,6
con tramo nacional	4.821,3	292,0	14,9	61,6	12,2
con tramo internacional	3.681,4	0,0	2,5	897,2	-
<b>Ofertas públicas de venta (OPV)</b>	<b>2.068,5</b>	<b>9,5</b>	<b>1,9</b>	<b>605,7</b>	<b>31.131,5</b>
Del tramo nacional	1.517,1	9,5	1,9	79,1	3.977,4
Del tramo internacional	551,4	0,0	0,0	526,7	-
<b>Total</b>	<b>69.955,5</b>	<b>16.349,2</b>	<b>11.390,7</b>	<b>16.012,7</b>	<b>40,6</b>
<b>Pro memoria: salidas a bolsa</b>					
Mediante OPV u OPS <sup>2</sup>	10.571,2	301,5	19,3	1.564,5	7.995,7
Otras <sup>3</sup>	74.207,1	-	879,2	8.000,0	810,0

Fuente: CNMV. (1) Sólo se incluyen las operaciones realizadas, 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), Reyal 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. En 2010, incluye la primera admisión a cotización tras la oferta pública de venta del grupo Enel Green Power.



La captación de financiación a través de ampliaciones de capital superó los 15 mil millones de euros. También cabe destacar, como novedad, la vuelta a la actividad de las ofertas públicas de venta en el tramo internacional, tras dos años sin operaciones. Atendiendo a las operaciones más importantes, hay que reseñar que BBVA llevó a cabo la segunda mayor ampliación de la historia del mercado español, captando más de cinco mil millones de euros.

### 3.4 Negociación

#### 3.4.1 Negociación al contado

La contratación bursátil superó el billón de euros en 2010, con un aumento del 17% respecto al año anterior. Si se tienen en cuenta únicamente las empresas incluidas en el Ibex 35, la contratación aumentó un 21,3%. El incremento del importe contratado se produjo en un contexto de descenso de los precios, con un aumento en el número de títulos intercambiados, que alcanzó un récord histórico, superando los 40 millones de títulos. El mercado regulado español se situó como el quinto mercado europeo por contratación tras la Bolsa de Londres, el sistema multilateral Chi-X, NYSE Euronext y la bolsa alemana, y el décimo en términos globales.

Por otro lado, durante el pasado ejercicio, continuó la tendencia iniciada en 2007, común al resto de los mercados regulados internacionales, de descenso en el efectivo medio por operación. En España, este importe, en el año 2010, se situó en 26 mil euros, un 46% inferior al observado en 2007, año en el que se inició la crisis financiera. El incremento en el número de órdenes y operaciones, unido al fuerte descenso del valor efectivo medio, parece estar asociado, por lo menos en parte, al incremento de la actividad de los negociadores de alta frecuencia (*high frequency trading*).

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

CUADRO 3.6

Importes en millones de euros

	2006	2007	2008	2009	2010	% var. 10/09
<b>Total bolsas</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>1.026.646,8</b>	<b>17,0</b>
<b>Mercado continuo</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>1.026.478,4</b>	<b>17,0</b>
Nacional	1.133.012,6	1.645.855,5	1.226.985,3	872.323,1	1.020.063,2	16,9
Extranjero	11.550,3	7.499,3	1.407,1	4.750,4	6.415,2	35
<b>Corros</b>	<b>5.318,1</b>	<b>1.154,4</b>	<b>207,5</b>	<b>72,6</b>	<b>165,3</b>	<b>127,8</b>
Madrid	3.231,5	515,5	94,4	31,4	15,7	-49,8
Bilbao	403,1	5,2	0,1	1,1	3,8	252,0
Barcelona	1.192,3	444,4	107,0	32,3	143,8	345,3
Valencia	491,3	189,3	6,0	7,8	1,9	-75,4
<b>Segundo mercado</b>	<b>49,3</b>	<b>192,9</b>	<b>31,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>-4,0</b>
<b>Pro memoria</b>						
ETF	1.827,1	4.664,5	6.938,1	3.470,6	5.968,2	71,96
MAB	1.814,2	6.985,2	7.060,3	5.080,1	4.147,9	-18,35
Latibex	723,3	868,2	757,8	434,7	521	19,9

Fuente: CNMV. (1) Mercado regulado MiFID.

Como se aprecia en el cuadro 3.6, la práctica totalidad de la negociación bursátil de renta variable (99,9%) se realizó en el mercado continuo. Dentro de este mercado, la mayor parte de la contratación se produjo en la modalidad de sesión, fundamentalmente a través de órdenes y operativa de bloques. Esta última experimentó un incremento del 35% con respecto al ejercicio precedente y supuso cerca del 40% del volumen negociado. Como se observa en el cuadro 3.7, las operaciones fuera de hora, cuyo peso en el total es reducido, fueron las que experimentaron un mayor crecimiento en términos relativos, situándose en niveles más parecidos a los del periodo 2006-2008.

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

CUADRO 3.7

Importes en millones de euros

	2006	2007	2008	2009	2010	% var. 10/09
En sesión	1.080.120,5	1.577.249,5	1.180.835,9	833.854,9	983.584,4	17,9
Órdenes	658.891,1	985.087,6	774.718,1	499.182,8	541.879,8	8,5
Aplicaciones	105.899,4	155.085,1	105.673,9	51.335,8	58.678,1	14,3
Bloques	315.330,1	437.076,8	300.443,9	283.336,3	383.026,5	35,1
Fuera de hora	11.648,8	18.301,5	10.175,2	5.996,6	17.209,5	186,9
Otras modalidades	52.793,6	57.803,9	37.381,4	37.222,1	25.684,4	-30,9

Fuente: CNMV. (1) Mercado regulado MiFID.

La concentración de la negociación en el mercado continuo siguió siendo elevada. En 2010, al igual que en el año precedente, los cinco valores más líquidos del mercado volvieron a acaparar el 75% de la contratación.

#### 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 otorgar 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 2010, por cuarto año consecutivo. Como se aprecia en el cuadro 3.8, el importe de la contratación a crédito durante el ejercicio (65,9 millones de euros) se situó en un nivel ligeramente superior al 16% del importe alcanzado en 2007.

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

CUADRO 3.8

Mercados y emisores  
Mercados de renta variable

Importes en millones de euros

	Saldo vivo	Contratación
2006	70,1	511,9
2007	59,4	411,3
2008	7,0	154,7
2009	5,6	106,4
2010	5,0	65,9

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

La contratación en préstamo de valores, la modalidad más importante para la instrumentación de ventas en corto en el mercado de contado, se situó en 556 mil millones de euros, un 18,1% más que en 2009, reflejando la existencia de oportunidades interesantes para este tipo de operativa durante el ejercicio en un contexto general de aumento de la negociación bursátil. Las ventas bajo la modalidad de crédito al mercado, mucho menos importantes en cuanto a magnitud, disminuyeron un 15,1%.

## 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
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
2010	9,9	598,0	36.195,9	556.246,7

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 prestado.

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

En 2010 se tramitaron un total de cuatro opas, con un importe potencial de 1.127 millones de euros, el más bajo de los registrados en los últimos diez años. El importe realizado fue algo menor (1.040 millones de euros), como se aprecia en el cuadro 3.10.

Dos ofertas, las presentadas por Sociedad General de Aguas de Barcelona (Agbar) y Banco Sabadell fueron de tipo voluntario y tuvieron por objeto la toma de control de las sociedades cotizadas Companyia d'Aigües de Sabadell (Cassa) y Banco Guipuzcoano, respectivamente. Las otras dos consistieron en ofertas de exclusión que formularon Agbar y Mecalux sobre sus propias acciones (véase el anexo I.9 para una mayor información sobre las opas presentadas en 2010). Las contraprestaciones ofrecidas cumplieron en todos los casos las reglas de precio equitativo definidas reglamentariamente.

En el caso de la opa sobre Banco Guipuzcoano, se ofreció una permuta de acciones ordinarias y obligaciones subordinadas necesariamente convertibles en acciones de Banco Sabadell. El importe equivalente del canje ofrecido ascendió a 749 millones de euros. Las adquisiciones de las otras tres ofertas fueron satisfechas en efectivo.

La eficacia de las dos ofertas voluntarias estuvo condicionada a una aceptación mínima. La opa sobre Cassa no alcanzó el mínimo establecido, pero el oferente renunció a la condición adquiriendo todos los valores ofrecidos. En la opa sobre Banco Guipuzcoano se superó ampliamente la aceptación mínima requerida por el oferente y se cumplieron, asimismo, las otras condiciones de la oferta, que consistieron en la aprobación por parte de la Junta de accionistas de Banco Sabadell de la emisión de los valores necesarios para atender la contraprestación ofrecida y en una modificación de los estatutos de Banco Guipuzcoano, eliminando la limitación al derecho de voto, que fue aprobada por su Junta de accionistas.

Las dos opas de exclusión tuvieron como particularidad la existencia de acuerdos entre los principales accionistas de las respectivas sociedades cotizadas, mediante los que se convenían determinados cambios en la estructura de control y se regulaban sus relaciones como socios una vez obtenida la exclusión de bolsa.

La oferta sobre Banco Guipuzcoano también vino acompañada de algunos acuerdos, por los que varios accionistas y consejeros se comprometieron previamente con el oferente a aceptar la oferta en iguales condiciones que los demás accionistas.

Además de las dos sociedades que salieron de bolsa mediante las opas de exclusión formuladas con ese propósito, también fueron excluidas las acciones de Banco Guipuzcoano, en este caso, como consecuencia de la operación de compraventa forzosa realizada una vez finalizada la oferta. Estas compraventas forzosas son las primeras que se llevan a cabo mediante un canje de valores; las anteriormente realizadas en otras opas se efectuaron con pago en efectivo.

### Ofertas públicas de adquisición de valores

CUADRO 3.10

Importes en millones de euros

	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Autorizadas<sup>1</sup></b>					
Número	21	16	6	5	4
Importe potencial	62.615	48.939	3.658	9.952	1.127
Importe potencial más acuerdos previos de adquisición <sup>2</sup>	-	49.215	3.781	18.516	1.127
<b>Realizadas<sup>3</sup></b>					
Número	16	16	6	5	4
Importe	18.997	43.179	3.319	7.201	1.040
Importe más acuerdos previos de adquisición <sup>2</sup>	-	43.455	3.442	17.605	1.040

Fuente: CNMV. (1) Autorizadas en el ejercicio. (2) Importe potencial 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, continuaron su línea ascendente durante 2010. El índice Latibex All Share experimentó una ganancia anual del 15,39%, que reflejó la favorable evolución, en términos generales, de las economías latinoamericanas.

La contratación experimentó un incremento del 19,9% y alcanzó los 521 millones de euros y, como en años anteriores, las acciones de empresas brasileñas concentraron la mayor parte de la negociación total, en este caso el 77%. Al finalizar el ejercicio, Latibex contaba con 31 empresas cotizadas, una menos que en el año anterior tras la baja de la única empresa de Puerto Rico cotizada hasta ese momento. La capitalización total, calculada con los títulos depositados en Iberclear, ascendía a 278 millones de euros a 31 de diciembre de 2010, un 26% menos que en el año anterior. Las empresas brasileñas suponían el 75% de la capitalización.

#### Sociedades cotizadas en Latibex por países

CUADRO 3.11

Importes en millones de euros

País	N. de empresas		Capitalización			Contratación		
	2009	2010	2009	2010	% var.	2009	2010	% var.
Argentina	2	2	5,0	8,2	63,2	0,5	2,1	289,9
Brasil	13	13	276,0	208,2	-24,6	315,5	404,2	28,1
Chile	3	3	21,1	16,6	-21,4	26,8	20,1	-25,1
México	12	12	68,0	41,7	-38,7	82,5	85,3	3,4
Perú	1	1	3,8	3,5	-8,8	4,1	6,3	54,3
Puerto Rico	1	0	3,3	0,0	-100,0	5,3	3,2	-38,5
<b>Total</b>	<b>32</b>	<b>31</b>	<b>377,3</b>	<b>278,1</b>	<b>-26,3</b>	<b>434,7</b>	<b>521,2</b>	<b>19,9</b>

Fuente: CNMV

### 3.6.2 Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

La contratación total del Mercado Alternativo Bursátil durante 2010 alcanzó un importe de 4.147 millones de euros, cifra inferior en un 18,3% a la del año anterior, en el que también se redujo la negociación. La práctica 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.

A finales de 2010 estaban admitidas a cotización diez compañías en el segmento para empresas en expansión, entre las que se incluyen dos pertenecientes al sector de la biotecnología, que hasta ahora no estaba presente en el mercado regulado español. La Generalitat de Cataluña y la Comunidad de Madrid cuentan ya con incentivos fiscales a la inversión en acciones cotizadas en el MAB y otras Comunidades como las de Aragón y Galicia las aprobaron a finales del 2010. La Generalitat Valenciana está estudiando medidas similares.

### 3.7 Fondos de inversión cotizados (ETF)

A lo largo del ejercicio 2010 se produjo un significativo incremento tanto del número de operaciones como de los activos bajo gestión por parte de los fondos de inversión cotizados (ETF). Entre los factores determinantes del elevado dinamismo de estos productos pueden destacarse las modificaciones normativas realizadas a mediados de año. Entre ellas, conviene señalar la creación de la figura de la SICAV índice cotizada, así como la introducción de la posibilidad de utilizar cualquier subyacente previamente autorizado por la CNMV, además de la renta fija y la variable.

Los ETF admitidos a finales de 2010 ascendían a 65, lo que supuso duplicar la cifra del año anterior con la incorporación de 33 nuevos fondos. De este modo, el ejercicio 2010 concluyó con un máximo histórico en la contratación en efectivo y el número de operaciones, auspiciado por el aumento del número de nuevos subyacentes, entre cuyas principales novedades se incluyen las materias primas y los índices sectoriales, tanto de la zona del euro como globales.

### 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 2010. 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, se produjeron descensos en todos los tipos de activos emitidos por las instituciones españolas, salvo en las cédulas territoriales. En concreto, se observó un descenso significativo en los volúmenes emitidos de bonos de titulización, bonos simples y pagarés de empresa. Las cédulas hipotecarias mantuvieron un volumen cercano al observado en el año 2009.

Las emisiones de deuda pública, tanto en términos brutos como, sobre todo, netos, también descendieron en 2010. En concreto, las emisiones netas sufrieron un descenso del 40,1%. Esta disminución se debió al menor aumento de las necesidades de financiación tras el proceso de consolidación presupuestaria llevado a cabo por el Gobierno (véase capítulo 1).

#### Emisiones brutas y saldos vivos: distribución por emisores<sup>1</sup>

CUADRO 4.1

Importes nominales en millones de euros

	Importe <sup>2</sup>		Variación (%)		Pro memoria: zona del euro	
	2009	2010	09/08	10/09	2010	% var. 10/09
<b>Emisiones brutas<sup>3</sup></b>	<b>785.765</b>	<b>595.947</b>	<b>10,2</b>	<b>-24,2</b>	<b>12.072.971</b>	<b>-10,7</b>
Administraciones Públicas	248.016	241.718	99,2	-2,5	2.806.717	-3,8
Instituciones financieras	526.635	349.324	-9,1	-33,7	8.408.017	-12,0
Sociedades no financieras	11.114	4.906	16,8	-55,9	858.237	-17,3
<b>Emisiones netas<sup>3</sup></b>	<b>193.871</b>	<b>74.308</b>	<b>48,0</b>	<b>-60,8</b>	<b>558.257</b>	<b>-46,6</b>
Administraciones Públicas	127.753	76.461	147,7	-40,1	439.163	-25,4
Instituciones financieras	65.390	-3.125	-15,7	-	54.895	-84,5
Sociedades no financieras	728	971	-61,0	41,9	64.198	-37,0
<b>Saldos vivos<sup>4</sup></b>	<b>1.615.164</b>	<b>1.692.079</b>	<b>13,7</b>	<b>5,0</b>	<b>15.872.645</b>	<b>3,9</b>
Administraciones Públicas	517.650	595.152	32,7	15,0	6.476.358	10,1
Instituciones financieras	1.081.325	1.079.774	6,5	0,2	8.538.813	-0,6
Sociedades no financieras	16.189	17.154	4,7	6,2	857.474	6,6

Fuente: Banco de España, CNMV y BCE. (1) Los saldos vivos no puede ajustarse con las emisiones netas debido a la utilización de tipos de cambio diferentes para las emisiones en divisas. (2) Incluye emisiones efectuadas dentro y fuera de España. (3) Para las emisiones en divisa de las Administraciones Públicas se considera el contravalor en euros aplicando el tipo de cambio medio del mes publicado por el BCE. Para las emisiones en divisa de las instituciones financieras y sociedades no financieras se considera el contravalor en euros aplicando el tipo de cambio del último día del mes publicado por el BCE. (4) Para las emisiones en divisa se considera el contravalor en euros aplicando el tipo de cambio del BCE a fin de periodo.

En cuanto a 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 crecimiento tanto en las operaciones a vencimiento como en las operaciones simultáneas, poniendo de manifiesto la preferencia de los inversores por los activos líquidos. En cambio, la contratación en el segmento de largo plazo (bonos y obligaciones del Estado) se mantuvo en niveles parecidos a los del año anterior.

En los mercados secundarios de renta fija privada cabe destacar, sobre todo, el fuerte volumen de operaciones simultáneas en AIAF, en gran medida asociadas a las operaciones en el segmento de bonos de titulización realizadas por el Tesoro. Por el contrario, la contratación en los otros dos tipos de operaciones, a vencimiento y repos, continuó con el descenso que se viene observando en los últimos años. En cuanto al mercado bursátil de renta fija, 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 241.718 millones de euros en 2010, un 2,5% menos que el año anterior (véase cuadro 4.1). La mayor parte de este volumen emitido provino de la Administración Central del Estado, cuyas emisiones alcanzaron los 210.808 millones de euros. Aunque su importancia en términos absolutos es menor, es importante destacar que las emisiones brutas de las Comunidades Autónomas aumentaron considerablemente, un 57,5%, hasta alcanzar los 30.910 millones de euros.

Como se indica en el capítulo 1, las Administraciones Públicas incurrieron en 2010 en un déficit equivalente al 9,2% del PIB. Este déficit dio lugar a una emisión neta de 76.461 millones de euros, el 5% en emisiones a corto plazo y el restante 95% en emisiones a largo plazo. Dentro de las Administraciones Públicas, la emisión neta de la Administración Central del Estado supuso el 82,7% del total (para mayor detalle, véanse los anexos I.11 y I.12).

### 4.2.2 Mercado secundario

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 ligero descenso del 0,8% respecto a 2008. En este contexto, las letras del Tesoro y los bonos y obligaciones del Estado evolucionaron en sentido contrario: mientras que la negociación de las primeras aumentó el 7,1%, la de los segundos disminuyó el 2,4%.



## Contratación en el mercado de deuda anotada

CUADRO 4.2

Mercados y emisores  
Mercados de renta fija

Importes nominales en millones de euros

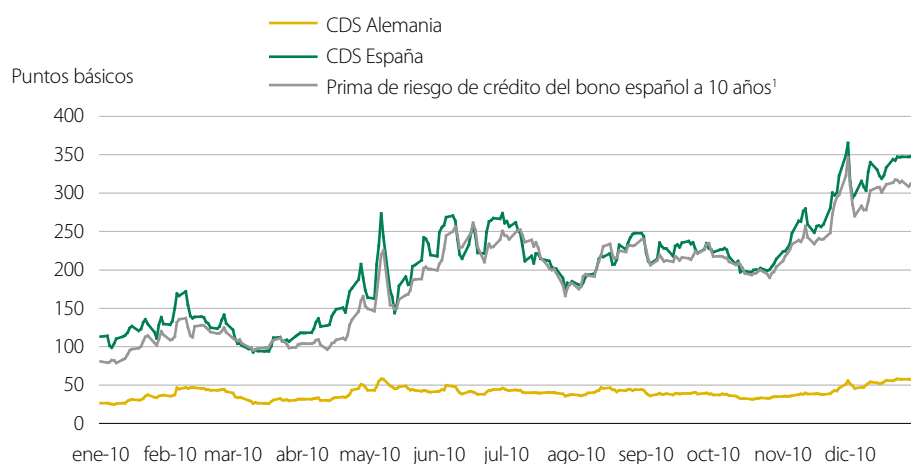
	2006	2007	2008	2009	2010	% var. 10/09
<b>Letras</b>	<b>1.695.552</b>	<b>1.594.556</b>	<b>2.222.278</b>	<b>3.091.844</b>	<b>3.310.253</b>	<b>7,1</b>
A vencimiento	93.332	57.925	115.312	202.589	429.019	111,8
Contado	92.831	57.363	114.611	197.502	419.846	112,6
Plazo	501	561	701	5.087	9.173	80,3
Pacto de recompra	1.185.339	1.230.166	1.635.437	2.107.507	1.594.756	-24,3
Simultáneas	416.881	306.466	471.529	781.748	1.286.478	64,6
<b>Bonos y obligaciones</b>	<b>20.919.806</b>	<b>21.069.771</b>	<b>17.722.218</b>	<b>15.430.615</b>	<b>15.062.770</b>	<b>-2,4</b>
A vencimiento	3.137.244	3.413.112	2.351.993	2.417.266	4.348.972	79,9
Contado	2.810.314	3.120.022	2.087.519	2.272.782	4.210.985	85,3
Plazo	326.931	293.090	264.474	144.484	137.988	-4,5
Pacto de recompra	9.850.419	9.741.672	8.474.523	6.537.836	4.181.103	-36,0
Simultáneas	7.932.144	7.914.986	6.895.703	6.475.513	6.532.695	0,9
<b>Total</b>	<b>22.615.358</b>	<b>22.664.327</b>	<b>19.944.496</b>	<b>18.522.459</b>	<b>18.373.024</b>	<b>-0,8</b>

Fuente: Banco de España.

El aumento en la negociación de letras del Tesoro se explicaría, sobre todo, por la mayor preferencia de los inversores por activos muy líquidos, en un contexto en el que la negociación de bonos y obligaciones se vio influida por el aumento en la percepción del riesgo soberano presente tanto en los mercados de CDS como en los de deuda soberana (véase gráfico 4.1).

## Primas de CDS a cinco años sobre deuda soberana

GRÁFICO 4.1



Fuente: Markit y Thomson Datastream. (1) La prima de riesgo del bono español se ha obtenido sumando el diferencial del bono español y el bono alemán más el CDS a diez años sobre la deuda soberana alemana.

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

## 4.3 Renta fija privada

### 4.3.1 Mercado primario

En 2010, los emisores españoles se vieron afectados por la incertidumbre asociada a la deuda soberana. Las dificultades para acceder a los mercados mayoristas en determinados momentos del año ralentizaron la actividad emisora de las entidades financieras y les obligó a buscar liquidez en otras fuentes, como los ahorradores particulares o la financiación ofrecida por el Eurosistema<sup>1</sup>. El conjunto de las empresas privadas españolas, incluyendo el sector financiero, emitieron 354.270 millones de euros (véase cuadro 4.1), lo que supone una disminución del 34% con respecto al año anterior. Las emisiones de las empresas españolas en el exterior experimentaron un descenso cercano al 15%, a pesar de lo cual su peso en el total aumentó desde el 28% en 2009 hasta el 36% en 2010. Como es habitual, la mayoría de las emisiones (el 98%) fueron realizadas por instituciones financieras.

Como se aprecia en el cuadro 4.3, en el que se detallan las emisiones registradas en la CNMV, todos los tipos de valores, excepto las cédulas territoriales, experimentaron descensos. Gran parte del descenso en el volumen de emisión viene explicado por la disminución en un 60% de las emisiones de bonos y obligaciones no convertibles, a pesar de las sucesivas ampliaciones del programa de avales del Estado hasta el 31 de diciembre de 2010<sup>2</sup>. También contribuyó a este descenso el hecho de que no se llevara a cabo ninguna colocación de participaciones preferentes, coincidiendo con la introducción de nuevas exigencias para las instituciones financieras por parte de Basilea III. Hay que mencionar también, dentro del apartado de bonos y obligaciones, una mayor presencia de productos estructurados diseñados a medida por las entidades financieras para sus clientes institucionales<sup>3</sup>.

Los bonos de titulización se mantuvieron como los valores con mayor peso relativo en el conjunto de emisiones de renta fija a largo plazo, con el 49% del total emitido durante 2010, si bien su volumen disminuyó un 23% con respecto al año anterior. Las cédulas hipotecarias sufrieron un menor retroceso, con una caída del 3%, y pasaron a representar el 27% del total de emisiones a largo plazo.

Por su parte, la financiación a corto plazo a través de la emisión de pagarés disminuyó de manera significativa (-49%), hasta caer a niveles inferiores a los registrados en 2004. El motivo se podría encontrar, por un lado, en los menores niveles de actividad económica y, por otro lado, en la menor liquidez de que dispusieron los inversores habituales en este tipo de emisión: empresas no financieras, instituciones de inversión colectiva y seguros.

Los anexos I.16, I.17 y I.18 ofrecen un mayor detalle de las emisiones de renta fija privada registradas en la CNMV.

---

1 La financiación neta del Eurosistema a las entidades de crédito españolas se incrementó en torno a un 60% entre junio y agosto de 2010 respecto a los meses precedentes, para disminuir posteriormente. En los primeros meses de 2011, dicha financiación se situó en niveles próximos al 60% de la obtenida un año antes.

2 A lo largo del 2010 se emitieron valores con aval del Estado por un importe nominal de 10.352 millones de euros.

3 En 2010 se registraron 66 admisiones a negociación de valores estructurados, frente a 36 en 2009.

Importes nominales en millones de euros

	2006	2007	2008	2009	2010
<b>A largo plazo</b>	<b>188.674</b>	<b>206.323</b>	<b>164.537</b>	<b>196.134</b>	<b>128.863</b>
Bonos y obligaciones no convertibles	46.688	27.416	10.490	62.249	24.356
de deuda subordinada	6.555	2.381	1.545	5.831	4.540
Bonos y obligaciones convertibles	68	0	1.429	3.200	968
Cédulas hipotecarias	44.250	24.696	14.300	35.574	34.378
Cédulas territoriales	5.150	5.060	1.820	500	5.900
Bonos de titulización	91.608	141.627	135.253	81.651	63.261
de activos (BTA)	87.308	136.887	134.453	80.835	63.261
hipotecarios (BTH)	4.300	4.740	800	817	0
Participaciones preferentes	911	225	1.246	12.960	0
Otras emisiones	0	7.300	0	0	0
<b>A corto plazo<sup>1</sup></b>	<b>334.457</b>	<b>442.434</b>	<b>311.738</b>	<b>191.342</b>	<b>97.586</b>
Pagarés de empresa	334.457	442.434	311.738	191.342	97.586
de titulización de activos	1.993	465	2.843	4.758	5.057
<b>Total</b>	<b>523.131</b>	<b>648.757</b>	<b>476.276</b>	<b>387.476</b>	<b>226.449</b>

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

### Las emisiones de titulización

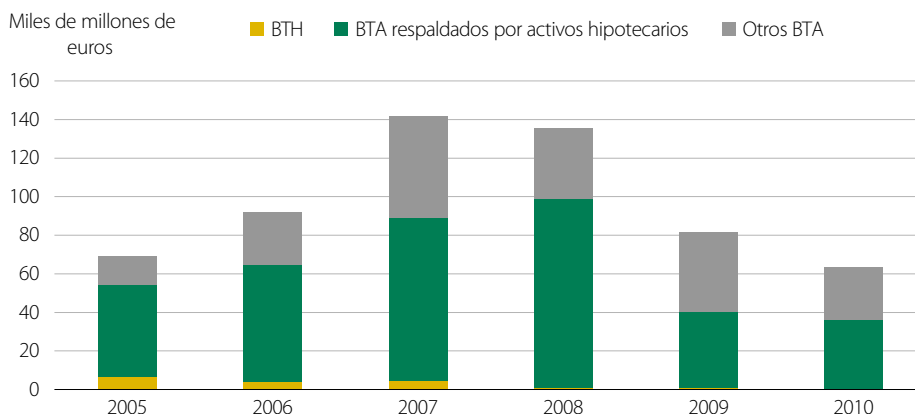
Las emisiones de titulización mantuvieron una tónica similar a la de 2008 y 2009. Las emisiones efectuadas en 2010 fueron adquiridas, casi en su totalidad, por las entidades financieras cedentes con la finalidad de acumular activos susceptibles de ser utilizados como garantía en las operaciones de financiación con el Eurosistema.

El importe de las emisiones de bonos de titulización fue de 63.261 millones de euros, lo que supuso un descenso del 23% respecto a la cifra de 2009. Esta caída vino propiciada, en gran medida, por la sustitución de las emisiones de titulización por otro tipo de valores con mayor aceptación en el mercado, como las cédulas hipotecarias y, en menor medida, los bonos simples con aval del Estado. Adicionalmente, el progresivo endurecimiento de los requisitos establecidos por el BCE para considerar este tipo de activos como elegibles en las operaciones de mercado abierto también pudo contribuir a este retroceso<sup>4</sup>.

4 En marzo de 2010 comenzó la aplicación de un nuevo criterio por el que los valores de titulización debían contar con la calificación de al menos dos agencias de *rating* en el momento de su emisión. A partir de marzo de 2011 la obligación se extiende a todos los valores de titulización, independientemente de cuándo hayan sido emitidos. A lo largo de 2010 el Banco Central Europeo tomó nuevas decisiones que afectan directamente al tratamiento de este tipo de activos en su papel de garantías aceptables en el marco de las operaciones de financiación del Eurosistema, como el aumento en los descuentos aplicables, del 12% al 16%, a partir del 1 de enero de 2011 o la obligación de proporcionar información individualizada de los activos subyacentes.

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

GRÁFICO 4.2



Fuente: CNMV.

BTH: Bonos emitidos por fondos de participaciones hipotecarias.

BTA: Bonos emitidos por fondos de préstamos hipotecarios

Otros BTA: Bonos emitidos por fondos de otro tipo de préstamos: empresas, consumo, automóviles, etc.

Atendiendo a los activos titulizados, las emisiones respaldadas por activos hipotecarios volvieron a ser las más importantes, al alcanzar el 57% del volumen emitido en 2010. Otros tipos de derechos de crédito, como préstamos a empresas o al consumo, tuvieron una presencia mucho menos relevante, representando el 15% y el 2%, respectivamente, del volumen total de emisiones (véase gráfico 4.2). Los anexos I.19 y I.20 ofrecen información adicional sobre las emisiones de bonos de titulización registradas en la CNMV.

Un hecho destacable del ejercicio 2010 fue el registro en la CNMV del Fondo de Titulización del Déficit del Sistema Eléctrico, que toma la forma de un programa de emisión de bonos de titulización con aval del Estado. El programa permite emisiones de bonos por un saldo vivo máximo de 13.500 millones de euros ampliable hasta 25 mil millones de euros. El Fondo podrá comprar derechos de cobro del déficit tarifario durante cinco años y emitirá bonos que serán colocados entre inversores institucionales. La primera emisión con cargo al programa se produjo en enero de 2011 por un importe nominal de dos mil millones de euros.

### Emisiones en el exterior

Las emisiones de renta fija en el exterior de las entidades españolas disminuyeron un 14,7% respecto al año anterior. El descenso se concentró en el segmento del corto plazo, como se aprecia en el cuadro 4.4. De hecho, las emisiones a largo plazo aumentaron un 8,2%, concentrándose, sobre todo, en bonos y obligaciones.

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

CUADRO 4.4

Mercados y emisores  
Mercados de renta fija

Importes nominales en millones de euros

	2006	2007	2008	2009	2010	% var. 10/09
<b>A largo plazo</b>	<b>73.257</b>	<b>65.629</b>	<b>39.894</b>	<b>47.230</b>	<b>51.107</b>	<b>8,2</b>
Participaciones preferentes	1.504	2.581	0	3.765	0	-
Obligaciones subordinadas	5.758	8.984	70	2.061	0	-
Bonos y obligaciones	64.292	53.327	39.360	41.404	50.807	22,7
Bonos de titulización	1.703	736	464	0	300	-
<b>A corto plazo</b>	<b>25.718</b>	<b>38.003</b>	<b>72.472</b>	<b>102.456</b>	<b>76.624</b>	<b>-25,2</b>
Pagarés de empresa	25.718	38.003	72.472	102.456	76.624	-25,2
de titulización de activos	16.517	12.119	425	108	248	129,0
<b>Total</b>	<b>98.975</b>	<b>103.631</b>	<b>112.366</b>	<b>149.686</b>	<b>127.731</b>	<b>-14,7</b>

Fuente: Banco de España.

Las emisiones de las entidades financieras acapararon el 91% del importe total de las emisiones brutas en el exterior. En particular, las filiales del Banco Santander concentraron el 44% de ellas. Dentro de las empresas no financieras destacaron Telefónica, Gas Natural e Iberdrola, que emitieron el 4,3%, el 1,7% y el 1,1% 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. A finales de 2010, el saldo vivo de los valores de renta fija admitidos a negociación en algún mercado español ascendía a 891 miles de millones de euros, un 1,8% menos que el año anterior. El mercado de AIAF concentraba en torno al 95% del importe total. La distribución y evolución del número de emisores y emisiones y el saldo vivo admitidos a negociación en cada uno de los mercados están recogidas en los cuadros 4.5 y 4.6, respectivamente.

La disminución del saldo vivo en AIAF vino provocada por la menor actividad emisora de las entidades en productos como pagarés y bonos de titulización. La emisión de este tipo de instrumentos se vio reducida en un 44,2% y un 1,8%, respectivamente. A pesar de la disminución de su saldo vivo, los bonos de titulización se mantuvieron como el valor con mayor peso específico en AIAF, con el 51% del importe total admitido. Por el contrario, el volumen de renta fija admitido a negociación en las bolsas experimentó un crecimiento del 13%, debido, principalmente, al aumento de la deuda negociada de las Comunidades Autónomas catalana, valenciana y vasca, tal y como se puede comprobar en el cuadro 4.6. El saldo vivo de la deuda privada, sin embargo, sufrió una contracción del 9,7%.

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

CUADRO 4.5

Importes nominales en millones de euros

	Nº de emisores		Nº de emisiones		Saldo vivo		% var. 10/09
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	
Pagarés de empresa	67	60	1.507	958	41.647	23.234	-44,2
Bonos y obligaciones	581	599	2.336	2.379	626.902	611.805	-2,4
bonos de titulización	442	459	1.629	1.641	442.831	434.835	-1,8
Cédulas hipotecarias	29	33	202	253	185.344	195.735	5,6
Cédulas territoriales	11	12	25	26	16.030	18.350	14,5
Bonos matador	12	12	14	14	1.059	1.059	0
<b>Total</b>	<b>612</b>	<b>631</b>	<b>4.084</b>	<b>3.631</b>	<b>870.981</b>	<b>850.182</b>	<b>-2,4</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

	Nº de emisores		Nº de emisiones		Saldo vivo		% var. 10/09
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	
Deuda CC.AA.	3	3	76	63	12.338	19.395	57,2
Otros	59	58	193	186	23.961	21.649	-9,7
Bolsa de Barcelona	52	52	216	204	30.942	33.079	6,9
Bolsa de Bilbao	32	31	65	69	9.570	11.864	24,0
Bolsa de Madrid	27	28	56	57	13.056	12.506	-4,2
Bolsa de Valencia	32	32	100	84	10.400	13.257	27,5
<b>Total<sup>1</sup></b>	<b>62</b>	<b>61</b>	<b>269</b>	<b>249</b>	<b>36.300</b>	<b>41.043</b>	<b>13,1</b>

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

En cuanto a la renta fija privada, en conjunto, la negociación en AIAF y las bolsas alcanzó un importe de 4,5 billones de euros en 2010, un 6% menos que en 2009. Del total negociado, el 98,4% correspondió a AIAF. Por primera vez en diez años, en 2010 se produjo una caída en los importes contratados en el mercado AIAF, del 6%.

Las operaciones por cuenta propia de los miembros del mercado de AIAF siguieron ganando cuota y supusieron el 87% de los intercambios frente al 85% del año anterior, a pesar de sufrir una disminución del 3,7%. Siguiendo la tendencia iniciada hace dos años, la operativa instrumentada mediante operaciones simultáneas fue la más utilizada y representó un 86,5% del total, aunque disminuyó un 3,3% con respecto a 2009, alcanzando los 3,8 billones de euros. La posición predominante de este tipo de operaciones se debe, un año más, a la utilización de instrumentos cotizados en AIAF como garantía en las subastas del BCE y, mayoritariamente, a la actividad desarrollada por la Dirección General del Tesoro. El Tesoro intervino como contraparte en el 77% del importe total negociado en operaciones simultáneas, con transacciones por valor de 3,4 billones de euros. Los bonos de titulización siguieron siendo los activos más utilizados en las transacciones por cuenta propia y supusieron el 70,6% del total contratado, a pesar de presentar una disminución del 21,1% con respecto al volumen negociado el año anterior.

**Contratación total en AIAF**

CUADRO 4.7

Mercados y emisores  
Mercados de renta fija

Importes nominales en millones de euros

	2006	2007	2008	2009	2010	% var. 10/09
<b>Por tipo de activo</b>						
Pagarés	489.069	568.010	591.944	533.331	385.239	-27,8
Bonos y obligaciones	344.698	469.533	1.788.946	3.854.897	3.711.804	-3,7
bonos de titulación	257.629	378.005	1.704.342	3.527.486	2.784.775	-21,1
Cédulas hipotecarias	70.113	80.811	129.995	263.150	271.442	3,2
Cédulas territoriales	3.659	7.750	10.142	7.209	14.458	100,6
Bonos matador	2.954	1.374	13	45	176	288,4
<b>Por tipo de operación</b>						
Simple	386.369	416.478	387.897	378.347	288.927	-23,6
Repo	330.840	441.363	381.505	362.069	304.493	-15,9
Simultánea	193.285	269.637	1.751.638	3.918.216	3.789.698	-3,3
<b>Total</b>	<b>910.494</b>	<b>1.127.478</b>	<b>2.521.040</b>	<b>4.658.632</b>	<b>4.383.119</b>	<b>-5,9</b>

Fuente: AIAF y elaboración propia.

Por el contrario, la contratación con terceros se redujo un año más y únicamente representó el 13% de toda la actividad del mercado. Una de las operaciones principales en esta área fue la contratación de pagarés, que experimentó una nueva contracción hasta caer un 29% en relación al año anterior.

Un hecho destacable dentro del mercado AIAF fue la puesta en funcionamiento de la nueva plataforma electrónica destinada a la contratación de renta fija para minoristas, denominada Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND). Esta plataforma tiene como objetivo el aumento en el grado de transparencia del mercado y la mejora de la información a disposición de este tipo de inversores.

En cuanto al volumen de actividad en las bolsas, en 2010, por tercer año consecutivo, disminuyó la negociación de renta fija privada. En concreto, se negoció un 9,9 por ciento menos que en 2009, tal y como se puede observar en el cuadro 4.8. La deuda emitida por la Generalitat de Cataluña volvió a ser la más negociada, suponiendo el 96% del volumen total.

**Contratación de renta fija en las bolsas**

CUADRO 4.8

Importes nominales en millones de euros

	2006	2007	2008	2009	2010	% var. 10/09
Deuda CC.AA. <sup>1</sup>	84.444	83.734	70.075	65.121	56.919	-12,6
Otros	6.584	7.837	10.117	9.586	10.135	5,7
Valores del mercado de deuda anotada	36	34	331	49	331	573,9
<b>Total</b>	<b>91.063</b>	<b>91.605</b>	<b>80.523</b>	<b>74.756</b>	<b>67.384</b>	<b>-9,9</b>

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

La Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. Unipersonal, cuyo nombre comercial es Iberclear, tiene encomendadas las funciones de registro, compensación y liquidación para los valores de ámbito nacional. Iberclear es propiedad exclusiva de Bolsas y Mercados Españoles (BME) y su actividad principal se desarrolla en el ámbito de los valores que se negocian en los mercados bursátiles, de deuda pública y en AIAF.

A finales de 2010 Iberclear contaba con 197 entidades participantes, ocho menos que al finalizar 2009 (véase cuadro 5.1). El número de entidades participantes en actividades de liquidación de deuda pública disminuyó en siete, cinco en Latibex y tres en el ámbito de las bolsas. Por el contrario, el número de entidades participantes en la liquidación de operaciones de AIAF aumentó en dos.

#### Entidades participantes en Iberclear

CUADRO 5.1

	2009	2010
<b>Total Iberclear<sup>1</sup></b>	<b>205</b>	<b>197</b>
<b>Miembros de</b>		
Bolsas	91	88
Latibex	80	75
AIAF	79	81
Deuda pública	161	154

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.

#### 5.1.1 Iberclear-CADE

En 2010 el número de emisiones registradas en esta plataforma fue de 4.023, por un importe nominal de 1,4 billones de euros (véase cuadro 5.2). Si se considera el número de emisiones, el 91% correspondió al mercado AIAF y el resto al de deuda pública. Si se atiende al importe nominal, el 60% correspondió a emisiones cotizadas en AIAF y el 40% restante a emisiones de deuda pública.

## Iberclear-CADE. Actividad de registro

CUADRO 5.2

Importes en millones de euros

Valores registrados	Deuda pública		AIAF		Total		% var.
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	
Número de emisiones	318	343	4.165	3.680	4.483	4.023	-10,26
Importe nominal	511.212	580.687	879.613	858.863	1.390.825	1.439.550	3,50

Fuente: Iberclear.

En el mercado AIAF se observó una disminución del 12% en el número de emisiones respecto al año anterior y una reducción del 2% en los importes nominales emitidos. En cuanto al mercado de deuda, el número de emisiones aumentó un 8% y el importe nominal emitido lo hizo en un 14%, como consecuencia del incremento de la actividad emisora del Tesoro.

En cuanto a la actividad de liquidación, cuyos datos más significativos se recogen en los cuadros 5.3 y 5.4, en el mercado AIAF se observó una disminución en compraventas simples, el segmento principal en cuanto al número de operaciones, del 31% y una reducción de su importe nominal del 24%. También cabe destacar el descenso en este mercado del 35% del volumen nominal de las transferencias por garantías financieras, muy ligadas a la operativa de financiación de las entidades con el Banco Central Europeo. Este descenso obedece, entre otras causas, a la sustitución de deuda privada por pública como colateral en este tipo de operaciones y a la ampliación de los plazos concedidos por el BCE durante 2010, que se tradujo en una disminución de las necesidades de renovación. Por lo que se refiere al mercado de deuda pública, las transferencias por garantías se vieron incrementadas en un 15% a lo largo del año. En este ámbito, también destaca el fuerte aumento de las operaciones de traspaso a vencimiento, tanto en número como en importe, así como el de las compraventas simples. En cambio, las operaciones de repos y simultáneas, junto con los traspasos temporales, registraron disminuciones en su importe nominal, de un 17% y un 40%, respectivamente.

## Iberclear-CADE. Número de operaciones liquidadas

CUADRO 5.3

Tipo de operación	Deuda pública		AIAF		Total		% var.
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	
Compras y ventas simples	212.635	359.162	1.410.616	977.641	1.623.251	1.336.803	-17,65
Repos y simultáneas	4.607.955	3.805.081	145.077	131.337	4.753.032	3.936.418	-17,18
Traspasos a vencimiento	148.029	296.600	189.347	189.808	337.376	486.408	44,17
Traspasos temporales	63.196	42.898	51	60	63.247	42.958	-32,08
Transferencia de valores a vencimiento	366.453	543.822	67.894	62.707	434.347	606.529	39,64
Transferencia por garantías financieras	2.194	2.023	16.428	11.749	18.622	13.772	-26,04
<b>Total</b>	<b>5.400.462</b>	<b>5.049.586</b>	<b>1.829.413</b>	<b>1.373.302</b>	<b>7.229.875</b>	<b>6.422.888</b>	<b>-11,16</b>

Fuente: Iberclear.

Importes en millones de euros

Tipo de operación	Deuda pública		AIAF		Total		% var.
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	
Compras y ventas simples	2.925.513	5.210.532	420.906	321.889	3.346.419	5.532.421	65,32
Repos y simultáneas <sup>2</sup>	40.551.622	33.166.450	6.690.594	6.864.032	47.242.216	40.030.482	-15,27
Trasposos a vencimiento	2.021.763	5.397.178	1.941.148	1.601.777	3.962.911	6.998.955	76,61
Trasposos temporales	477.264	285.554	816	174	478.080	285.728	-40,23
Transferencia de valores a vencimiento	8.112.439	11.914.308	812.499	627.580	8.924.938	12.541.888	40,53
Transferencia por garantías financieras	71.598	82.338	432.952	283.501	504.550	365.839	-27,49
<b>Total</b>	<b>54.160.199</b>	<b>56.056.360</b>	<b>10.298.916</b>	<b>9.698.953</b>	<b>64.459.115</b>	<b>65.755.313</b>	<b>2,01</b>

Fuente: Iberclear. (1) Importe efectivo para compras y ventas simples y repos y simultáneas; importe nominal para trasposos y transferencias. (2) En las operaciones simultáneas se contabiliza tanto el importe de la compra como el de la venta realizadas.

### 5.1.2 Iberclear - SCLV

En 2010, el aumento de los volúmenes de contratación bursátil se tradujo en un incremento de los volúmenes de liquidación en la plataforma SCLV (Servicio de Compensación y Liquidación de Valores), como se advierte en el cuadro 5.5. El volumen efectivo conjunto de compras y ventas y el número de operaciones experimentaron incrementos del 18% y del 24%, respectivamente, en comparación con el año anterior.

Al cierre del ejercicio, Iberclear tenía registradas 5.820 emisiones, con un valor nominal de 113.597 millones de euros. Con respecto al año anterior, se produjo un aumento apreciable del número de emisiones registradas (del 10,3%) y un ligero aumento en el importe nominal registrado (del 3,2%).

### Iberclear-SCLV. Actividad de registro

CUADRO 5.5

Importes en millones de euros

Valores registrados	Bolsa			Latibex		
	2009	2010	% var.	2009	2010	% var.
Número de emisiones	5.281	5.820	10,3	37	33	-10,8
Importe registrado <sup>1</sup>	110.118	113.597	3,2	377	279	-25,9

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

Considerando conjuntamente las bolsas y Latibex, el número de operaciones liquidadas en 2010 fue de casi 33 millones, con un valor efectivo de 2,6 billones de euros. Estas cifras supusieron unos incrementos respecto al año anterior del 35% y el 24%, respectivamente. En el caso de Latibex, el volumen efectivo aumentó un 22% y el número de operaciones se redujo un 12%.

Además de la liquidación de operaciones de compraventa de valores, la plataforma liquida los trasposos de valores de un mismo titular entre diferentes entidades de custodia, que pueden efectuarse libres de pago o contra pago. En 2010, el número de trasposos libres de pago en bolsa aumentó un 18%, mientras que el número de trasposos contra pago lo hizo un 8% (su importe efectivo aumentó un 53%). En el caso de Latibex, el número de trasposos libres de pago disminuyó ligeramente, mientras que los efectuados contra pago aumentaron de forma considerable (véase cuadro 5.6).

Importes en millones de euros

Operaciones	Bolsa				Latibex			
	Nº operaciones		Importe		Nº operaciones		Importe	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010
Compras y ventas	23.236.231	31.623.799	1.764.150	2.080.138	60.097	52.413	873	1.035
Ventas vencidas	21.528	39.110	2.610	4.500	1.664	1.585	28	27
Recompras	192	138	7	12	30	18	0	0
Traspasos l/p.	185.284	218.001	0	0	1.655	1.615	0	0
Traspasos c/p.	995.382	1.071.930	356.728	545.110	1.594	1.926	33	68
<b>Total</b>	<b>24.416.897</b>	<b>32.913.730</b>	<b>2.120.878</b>	<b>2.625.248</b>	<b>63.346</b>	<b>55.954</b>	<b>906</b>	<b>1.102</b>

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

En cuanto a la eficiencia de la liquidación, en 2010 se apreció un ligero aumento de las ventas vencidas, cuyo importe pasó de representar un 0,3% sobre el total liquidado en 2009 a suponer un 0,44% en 2010. El número de operaciones de venta no liquidadas en D+3 representó el 0,2% del total de operaciones, lo mismo que en el año anterior.

### Proyecto de reforma del sistema español de compensación, liquidación y registro de valores

RECUADRO 5.1

El proyecto de reforma del sistema español de compensación, liquidación y registro de valores comenzó en febrero de 2010 con una primera consulta pública de la CNMV en la que se recababa la opinión de los participantes en los mercados acerca de una serie de posibles modificaciones en este ámbito promovidas por la CNMV en colaboración con otras instituciones.

Tras esta consulta pública, se constituyó un comité de seguimiento del proyecto, presidido por el Vicepresidente de la CNMV e integrado por el Banco de España, la Asociación Española de Banca, la Confederación Española de Cajas de Ahorro, el Fondo General de Garantía de Inversiones y Bolsas y Mercados Españoles. Este comité estableció dos grupos de trabajo que, de manera coordinada, centraron su análisis en las dos siguientes áreas: el establecimiento, como mínimo, de una entidad de contrapartida central (ECC) y la gestión de sus riesgos, por una parte, y el aseguramiento de la firmeza y el registro de las operaciones, por otra.

El trabajo de estos dos grupos durante 2010 permitió la difusión de un segundo documento que se sometió a consulta pública en enero de 2011, más detallado que el anterior. Las propuestas más importantes de esta nueva consulta se basan en cuatro grandes pilares:

- 1 Promover, en consonancia con los demás sistemas europeos, la creación de al menos una entidad de contrapartida central que se interponga como contraparte en todas las operaciones de liquidación.

- 2 Reemplazar el proceso actual de comprobaciones previas a la liquidación ligadas al alta o la baja de las correspondientes referencias de registro (conocidas como RR) por un sistema de control de saldos de valores. Además, se pretende introducir modificaciones en el sistema registral que proporcionen prestaciones similares a las de las RR, en términos de seguridad y posibilidad de supervisión.
- 3 Revisar el principio actual de aseguramiento en la entrega y desplazar la firmeza de las operaciones desde la contratación hacia el entorno de la liquidación.
- 4 Establecer un sistema de penalizaciones por incumplimiento cuyos objetivos son: desincentivar los fallos en la entrega de valores y efectivos, resarcir el perjuicio causado a la parte afectada y cubrir o aminorar los costes incurridos para solventarlos. Además, existirá el recurso en última instancia de anular las operaciones que no puedan ser liquidadas en el plazo establecido por la normativa.

Una vez analizadas las respuestas recibidas en la consulta pública, la CNMV ha elevado al Ministerio de Economía y Hacienda propuestas de modificaciones normativas que atañen a esta reforma. Todo ello sin olvidar que deberán tenerse en cuenta las iniciativas legislativas que se están abordando en la Unión Europea sobre los derechos de los valores anotados en cuenta y los depositarios centrales de valores, y la propuesta de reglamento comunitario sobre ECC.

Se espera que los cambios a acometer se hayan materializado no más tarde de la entrada en funcionamiento del sistema Target2 Securities (T2S), prevista a partir de septiembre de 2014.

### 5.1.3 Modificación del Reglamento de Iberclear

Con fecha 29 de julio de 2010 se publicó en el BOE la Orden EHA/2054/2010, de 26 de mayo, por la que se aprobó la modificación del Reglamento de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (Iberclear). Esta modificación es especialmente relevante porque establece dos nuevos procedimientos. Uno de ellos atañe a la liquidación y al registro de operaciones extrabursátiles. El segundo amplía las actividades de Iberclear a través de enlaces con otros depositarios centrales de valores. La aprobación del primer procedimiento, recogido en el Título V del Reglamento, permite la posibilidad de liquidar directamente en Iberclear operaciones sobre valores admitidos a cotización en los mercados bursátiles, sin necesidad de formalizarlas previamente como negociación en las bolsas de valores. Ello hace posible que los valores cotizados en las bolsas españolas puedan negociarse al margen de estos mercados, tanto en mercados organizados (mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación) como en los mercados OTC.

Para prestar este nuevo servicio de liquidación y registro, el Consejo de administración de Iberclear aprobó las circulares 5/2010 y 6/2010. La primera establece las normas que regulan el régimen y el procedimiento de adhesión de aquellas entida-

des participantes en Iberclear que soliciten prestar estos nuevos servicios de liquidación y registro.

Por su parte, la Circular 6/2010 fija las normas que regularán los procedimientos de comunicación, liquidación y registro de las operaciones de compraventa de valores admitidos a negociación en las bolsas de valores que se efectúen al margen de las mismas y que sean comunicados a Iberclear. Esta Circular se desarrolla a través de dos instrucciones operativas en las que se contemplan, respectivamente, un procedimiento de liquidación general y un procedimiento específico destinado a liquidar los saldos que resulten de la compensación previa (*netting*), a través de una entidad de contrapartida central, de las operaciones cruzadas en una plataforma multilateral de negociación. Respecto al segundo procedimiento, el nuevo Título VI de su Reglamento permite a Iberclear ampliar la oferta de servicios a través de enlaces con entidades que desempeñen funciones análogas. Entre los nuevos servicios se incluyen la liquidación de operaciones bajo entrega contra pago y actividades auxiliares de llevanza de cuentas y de ejercicio de derechos políticos y económicos. El Título VI se desarrolla, a su vez, mediante la Circular 3/2010 («Apertura de cuentas a otras entidades que desarrollen actividades análogas a las de Iberclear») y la Circular 4/2010 («Apertura de cuentas por Iberclear en otro sistema de depósito centralizado»).

#### 5.1.4 Iniciativas de integración europea

En 2010 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, destacan los avances conseguidos en el Acuerdo Marco (*Framework Agreement*) entre los depositarios centrales de valores y el Eurosistema, y en las especificaciones funcionales para los usuarios, una vez aprobada en febrero de 2010 la versión final de los requisitos de usuario.

En julio de 2010 se remitió a los reguladores de valores un borrador del Acuerdo Marco para conocer su opinión. En su respuesta formal, ESMA expresó su apoyo a T2S y proporcionó una valoración sobre algunas cuestiones que se encuentran actualmente en discusión. En línea con los comentarios de CESR, el Consejo del Programa (*Programme Board*) de T2S continúa actualmente negociando con los depositarios centrales de valores con la intención de finalizar el Acuerdo Marco, incluyendo sus anexos técnicos. La firma del contrato está prevista para el otoño de 2011. Simultáneamente se está discutiendo el contrato marco con los bancos centrales no pertenecientes a la zona del euro que han mostrado interés en liquidar las operaciones en su divisa a través de T2S.

Las especificaciones funcionales de detalle para los usuarios (*User Detailed Functional Specifications*, UDFS) están contenidas en un documento técnico que se elaboró en el 2010. Este documento proporciona información a los depositarios centrales de valores, los bancos centrales y otras partes directamente conectadas con el proyecto. Con ello se permite que se desarrollen y construyan los sistemas de información requeridos para interactuar con T2S. El documento ha sido puesto a consulta pública desde el 23 de marzo hasta el 27 de mayo de 2011.

Durante 2010, la Comisión Europea puso en marcha una iniciativa legislativa en relación con los depositarios centrales de valores y la armonización de determinados aspectos de la liquidación de valores en la Unión Europea. Esta iniciativa se enmarca en el objetivo de la Comisión Europea de desarrollar un marco normativo común europeo para las principales infraestructuras relacionadas con la negociación y la postnegociación (plataformas de negociación, entidades de contrapartida central, almacenes de registros de operaciones y depositarios centrales de valores)<sup>1</sup>.

Actualmente, los mercados europeos de valores de renta variable no liquidan las operaciones en un periodo de la misma duración (ciclo de liquidación). Es decir, el tiempo desde que se contrata una operación en los mercados regulados hasta que se liquida puede variar entre dos y tres días después de la fecha de contratación (D+2 o D+3). La iniciativa considera conveniente una posible armonización de los ciclos de liquidación. Además, entre otras medidas, se proponen disposiciones para mejorar la disciplina en la liquidación.

Por otro lado, está previsto que la normativa incluya una definición de las funciones o servicios que ofrecen los depositarios centrales de valores y establezca el marco regulatorio para la libre prestación de servicios por parte de estas infraestructuras en la Unión Europea.

## 5.2 MEFFCLEAR

Las dificultades que encontraron algunas entidades españolas para obtener liquidez mediante préstamos de entidades extranjeras durante el pasado ejercicio favorecieron, a partir del mes de mayo, una mayor utilización de MEFFCLEAR (la cámara de repos gestionada por MEFF RF). Así, el volumen nominal registrado en el año 2010 (274.892 millones de euros) marcó el máximo desde la puesta en marcha de la cámara, con un aumento del 220% respecto a 2009, y un promedio diario de 1.073 millones de euros.

Este incremento se materializó tanto en un aumento de la actividad de la plataforma SENAF, especialmente entre los meses de mayo y octubre, como en el registro en la cámara, a partir del mes de julio, de operaciones negociadas bilateralmente entre las entidades. Este tipo de operaciones, que no se registraban en MEFFCLEAR desde octubre de 2005, representaron el 43% del volumen nominal registrado en 2010 y más del 90% del total registrado en los meses de noviembre y diciembre. Además del incremento en los importes nominales, en 2010 aumentó fuertemente el número de operaciones registradas (un 259%). Por otro lado, el plazo medio de estas operaciones pasó de 7,9 días en 2009 a 11,1 días en 2010, aunque se dieron casos de varias operaciones a nueve y doce meses.

Por otro lado, cabe señalar que a lo largo de 2010 MEFFCLEAR modificó en cuatro ocasiones los parámetros utilizados para el cálculo de las garantías, que habían per-

---

1 Véanse los recuadros 11.1 y 11.3, que se refieren a otras dos iniciativas asociadas a este objetivo: la reforma de la MiFID y la elaboración de un reglamento europeo de infraestructuras de mercado, respectivamente.

manecido inalterados desde 2003. Estos cambios, motivados fundamentalmente por el incremento de la volatilidad de los precios de la deuda pública, afectaron a todos los tramos, con subidas que oscilaron entre los 10 p.b. y los 130 p.b. (en media, un 56%), siendo las más significativas las de los plazos más cortos, especialmente en el tramo de 0,5 a 1,5 años.

Como se aprecia en el cuadro 5.7, durante 2010 se incorporaron diez nuevos miembros a la cámara, hasta alcanzar los 24 actuales, de los cuales 21 realizaron algún tipo de actividad.

#### Evolución de la actividad en MEFFCLEAR

CUADRO 5.7

Importes en millones de euros

	2009	2010
Volumen nominal registrado en la plataforma SENAF	85.952	155.380
Volumen nominal en operaciones bilaterales	-	119.512
<b>Total</b>	<b>85.952</b>	<b>274.892</b>
Número de operaciones en SENAF	531	1.188
Número de operaciones bilaterales	-	717
<b>Total</b>	<b>531</b>	<b>1.905</b>
<b>Número de miembros</b>	<b>14</b>	<b>24</b>

Fuente: MeffClear/CNMV.



### 6.1 Panorama general

Como en años anteriores, la mayoría de la contratación en MEFF se concentró durante 2010 en los contratos con subyacente de renta variable (Ibex 35 y acciones individuales). En este sentido, cabe destacar que el notable incremento de la negociación de renta variable registrado durante el pasado año en el mercado de contado no se reflejó de manera homogénea en la evolución de la contratación en los distintos segmentos de MEFF. Así, mientras que el número de contratos de futuros y opciones sobre el Ibex 35 aumentó en línea con la evolución del mercado de contado, el correspondiente a futuros y opciones sobre valores individuales disminuyó de forma significativa, debido al fuerte descenso experimentado en la contratación de los futuros, como se aprecia en el cuadro 6.1. Con todo, en términos de valor nominal, la contratación en MEFF de derivados sobre renta variable aumentó casi un 13% respecto a 2009, debido al incremento registrado en los contratos de mayor tamaño (futuros sobre Ibex 35 Plus). También cabe destacar el fuerte aumento, por segundo año consecutivo, de la contratación en el Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva, que creció un 50,3% respecto a 2009.

Durante el pasado ejercicio se aprobó una nueva norma reguladora de los mercados oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros, el Real Decreto 1282/2010, que supone una profunda modificación en el modelo contemplado por la regulación española para este tipo de mercados. La importancia de este nuevo texto legal reside en que posibilita a los mercados de futuros y opciones españoles adaptar sus estructuras y servicios a los estándares de los mercados internacionales, permitiéndoles competir con ellos de forma más eficaz. De hecho, MEFF ya ha adaptado su Reglamento de mercado para aprovechar las posibilidades abiertas por la nueva regulación.

## Negociación en los mercados de derivados financieros en España<sup>1</sup>

CUADRO 6.1

Número de contratos

	2007	2008	2009	2010	% var. 2010/09
<b>MEFF RF</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>18</b>	<b>14</b>	<b>-22,2</b>
Futuros s/deuda	13	12	18	14	-22,2
Opciones s/deuda	-	-	-	-	-
Futuros y opciones s/Míbor	-	-	-	-	-
Futuros s/Euríbor	-	-	-	-	-
<b>MEFF RV</b>	<b>44.176.717</b>	<b>72.988.780</b>	<b>86.302.237</b>	<b>64.237.649</b>	<b>-25,6</b>
Futuros s/lbex 35	8.721.832	7.605.341	5.751.818	6.638.925	15,4
Ibex 35 Plus	8.435.258	7.275.299	5.436.989	6.280.999	15,5
Ibex 35 Mini <sup>2</sup>	286.574	330.042	314.829	357.926	13,7
Opciones s/lbex 35	567.077	828.622	435.726	307.242	-29,5
Futuros s/acciones	21.294.315	46.237.568	44.586.779	19.684.108	-55,9
Opciones s/acciones	13.593.493	18.317.249	35.527.914	37.607.374	5,9
<b>Total MEFF</b>	<b>44.176.730</b>	<b>72.988.792</b>	<b>86.302.255</b>	<b>64.237.663</b>	<b>-25,6</b>
<b>Mercado continuo</b>	<b>5.085.503</b>	<b>2.872.261</b>	<b>1.730.694</b>	<b>1.543.241</b>	<b>-10,8</b>
Warrants <sup>3</sup>	5.085.503	2.872.261	1.730.694	1.543.241	-10,8
<b>Pro memoria:</b>					-
<b>Total EuroMEFF</b>	<b>2.430.363</b>	<b>2.038.164</b>	<b>1.394.007</b>	<b>977.142</b>	<b>-29,9</b>
Futuros s/deuda europea	1.059.113	869.105	558.848	373.113	-33,2
Contratos s/índices europeos	1.371.250	1.169.059	835.159	604.029	-27,7

Fuente: CNMV. (1) Nótese que el volumen de negociación de MEFF y EuroMEFF hace referencia al número de contratos. Las diferencias en el valor subyacente de éstos impide la comparación directa entre productos, aunque sí se pueden realizar comparaciones interanuales. (2) El número de contratos de los futuros Ibex 35 Mini (multiplicador de un euro) se ha homogeneizado al tamaño del contrato de los futuros Ibex 35 Plus (multiplicador de diez euros). (3) Primas negociadas, en miles de euros, en el módulo de negociación electrónica del mercado continuo.

## 6.2 Mercado MEFF

Durante el pasado ejercicio se invirtió la pauta ascendente que había seguido el número de contratos negociados en MEFF durante los últimos años, al disminuir un 25,6% respecto a 2009. Este descenso contrastó con el incremento de la actividad en los principales mercados europeos, tal y como se aprecia en el cuadro 6.2.

## Negociación en los mercados de derivados financieros europeos

CUADRO 6.2

Miles de contratos

	2007	2008	2009	2010	% var. 2010/09
Eurex	1.899.812	2.165.043	1.687.159	1.897.403	12,5
NYSE Euronext Liffe	949.022	1.049.730	1.056.012	1.222.556	15,7
Nasdaq OMX	164.155	166.481	102.129	108.611	6,3
MEFF	44.177	72.989	86.302	64.237	-25,6
IDEM/MIF	37.125	35.929	42.583	44.183	3,7

Fuente: Borsa Italiana, Eurex, Nasdaq OMX, NYSE Euronext, y CNMV.

Por su parte, la negociación de contratos de opciones y futuros sobre el Ibex 35 se incrementó en un 12,3%, gracias al aumento de los futuros (véase cuadro 6.1). En particular, cabe destacar el aumento de la contratación de futuros sobre Ibex 35 Plus, con casi 6,3 millones de contratos negociados, lo que supone un 15,5% más que en 2009. Como se ha señalado, estos contratos son los de mayor tamaño en MEFF.

En el ámbito de los derivados sobre acciones españolas individuales, el comportamiento de las opciones fue distinto al de los futuros. Así, la contratación en opciones sobre acciones aumentó un 5,9%, de modo que estos productos pasaron a ser los más negociados en MEFF en cuanto a número de contratos, sustituyendo a los futuros sobre acciones. Éstos, por su parte, experimentaron un descenso del 55,9% en la negociación. Esta fuerte caída se debió, al menos en parte, a la disminución en el número de operaciones de gran volumen que, desde hacía algunos años, se venía produciendo en fechas próximas al pago de dividendos en el mercado de contado.

Tanto en opciones como en futuros, la mayor parte de la negociación volvió a concentrarse en los contratos con los subyacentes más líquidos y de mayor capitalización en el mercado de contado. En particular, la negociación en opciones y futuros sobre acciones de Banco Santander, BBVA, Telefónica e Iberdrola supuso un 90,2% del total en las primeras y un 82,1% en los segundos, porcentajes que se sitúan en línea con la concentración observada en el mercado de contado para estos valores.

El número de miembros de MEFF se mantuvo inalterado durante 2010, tanto en MEFF RV como en MEFF RF (véase cuadro 6.3). En cambio, se produjeron modificaciones en el número de miembros de algunas categorías de MEFF RV. En concreto, se redujo en dos el número de liquidadores custodios y en uno el de negociadores por cuenta propia. Asimismo, se incrementó en tres el número de miembros negociadores.

### Número de miembros en MEFF

CUADRO 6.3

	2009	2010
<b>MEFF Renta Variable</b>	<b>94</b>	<b>94</b>
Liquidadores custodios	26	24
Liquidadores	26	26
Negociadores	23	26
Negociadores por cuenta propia	19	18
<b>MEFF Renta Fija</b>	<b>37</b>	<b>37</b>
Liquidadores custodios	24	24
Liquidadores	7	7
Negociadores	6	6

Fuente: MEFF y CNMV.

#### 6.2.1 Novedades del mercado MEFF

La novedad más importante del ejercicio 2010 en el ámbito organizativo y funcional de MEFF fue la adaptación de su Reglamento al Real Decreto 1282/10, de 15 de octubre, por el que se regulan los mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados, en sustitución del Real Decreto

1814/1991, que quedó derogado. Entre las principales novedades introducidas por la nueva normativa cabe citar las siguientes:

- Se amplía la posibilidad de realizar funciones de negociación, compensación y registro (o sólo alguna de estas funciones) a instrumentos derivados con subyacente no financiero. De esta manera, se permite que las sociedades rectoras, si así lo desean, ofrezcan también servicios de contrapartida central en derivados OTC.
- Se admite la posibilidad de negociar o registrar cualquier tipo de instrumento financiero derivado contemplado en el artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores, lo que abre la puerta a la negociación en estos mercados de contratos con subyacentes no financieros.
- Se instaure un régimen de registro contable con posibilidad de doble escalón, formado por el registro central, a cargo de la sociedad rectora (sistema actual), y los eventuales registros de detalle, a cargo de miembros autorizados por la sociedad rectora. En el primero se registran los saldos de la operativa por cuenta propia de los miembros, el saldo agregado de las cuentas de terceros de los miembros registradores y las cuentas individuales de los clientes que así lo deseen. En los segundos, los registradores anotan las posiciones de sus clientes, debiendo asegurar la concordancia entre el saldo agregado de estas cuentas y el mantenido por el registrador en el registro central. Se contempla también la posibilidad de mantener cuentas agregadas (no segregadas por titulares finales) en los registros de detalle para determinadas contrapartes.
- Se actualizan y mejoran las normas y procedimientos sobre garantías y declaración y gestión de los incumplimientos, estableciéndose una clara asignación de la responsabilidad sobre quién soporta el riesgo.
- Al igual que en los principales mercados internacionales de productos derivados, se introduce la garantía colectiva (*default fund* o *clearing fund*, en terminología anglosajona), que tiene carácter solidario y que se cubre con las aportaciones, para cada segmento o grupo de contratos, de todos los miembros liquidadores. Esta garantía coexistirá con la ofrecida por la propia sociedad rectora, que se utilizará una vez empleados todos los recursos y garantías aportados por el miembro incumplidor, y en cualquier caso con carácter previo a la garantía colectiva.
- Se establece la obligatoriedad de que las sociedades rectoras presenten una memoria de riesgos que contenga los procedimientos para su identificación, cuantificación y reducción. La memoria deberá permitir a la CNMV verificar si la gestión de riesgos es adecuada y si los recursos propios para hacer frente a posibles incumplimientos son suficientes.

### 6.3 Warrants y certificados

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

Durante 2010 no se produjeron novedades respecto a los instrumentos admitidos, aunque se incorporaron dos nuevos emisores a este segmento: Barclays Bank PLC y Prisa. El primero emitió tres bonos estructurados que se incorporaron el 20 de enero, siendo Renta 4 el especialista de dichos bonos. El segundo emitió *warrants* sobre sus

propias acciones, que se incorporaron al SIBE el 8 de diciembre, siendo Santander Investment Bolsa su especialista.

Mercados y emisores  
Mercados de productos  
derivados

La otra novedad fue la aprobación mediante tres instrucciones operativas de nuevos rangos dinámicos progresivos para cada *warrant* según el tamaño de la prima o el tipo de producto. Así, se establecen unos rangos del 500%, el 50% y el 15% para los *warrants* en función de si su precio es inferior a 0,10 euros, se encuentra entre 0,10 euros y un euro, o si es superior a un euro, respectivamente. Para los *turbowarrants*, los *inline warrants* y otros productos se fija un rango del 500%, mientras que para los certificados y bonos estructurados se establece un 15%. El establecimiento de rangos dinámicos ya estaba previsto en la Circular 1/2009 de la Sociedad de Bolsas, relativa a las normas de funcionamiento del segmento.

### 6.3.2 Emisiones

Las nueve entidades activas como emisores de *warrants* en 2009 se mantuvieron también activas en 2010. Se produjeron 8.375 emisiones, con un incremento del 14% respecto al año anterior, mientras que las primas disminuyeron un 4,8%, situándose en 4.900 millones de euros. Las emisiones sobre divisas fueron las únicas en las que se produjo un incremento de las primas respecto a 2009, impulsado, entre otros factores, por el aumento de la volatilidad en el mercado cambiario (véase cuadro 6.4). En cuanto a los certificados, se registró una única emisión sobre materias primas, confirmandose el descenso de la actividad emisora iniciado en 2009 (véase cuadro 6.5).

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

CUADRO 6.4

Importes en miles de euros

	Número		Importe de la prima				Total
	Emisores	Emisiones	Acciones	Índices <sup>1</sup>	Divisas	Materias primas	
2007	7	7.005	6.215.075	2.313.222	163.201	228.772	8.920.269
2008	8	9.790	6.914.044	4.552.107	425.336	342.850	12.234.336
2009	9	7.342	2.607.091	2.000.077	328.862	229.099	5.165.129
2010	9	8.375	2.537.377	1.852.552	371.084	154.285	4.915.297

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

	Número		Importe de la prima				Total
	Emisores	Emisiones	Acciones	Índices <sup>1</sup>	Divisas	Materias Primas	
2007	2	8	0	385.000	0	33.390	418.390
2008	1	10	31.583	88.500	0	0	120.083
2009	0	0	0	0	0	0	0
2010	1	1	0	0	0	10.136	10.136

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

### 6.3.3 Negociación

La negociación en el mercado secundario de *warrants* se redujo por cuarto año consecutivo con unas primas totales negociadas de 1,6 miles de millones de euros, un 9,3% menos que en 2009. Con la excepción de los *warrants* sobre materias primas, que experimentaron un incremento del 58,9%, la contratación disminuyó respecto al año anterior, siendo especialmente significativo el descenso en los contratos sobre divisas (de un -46,1%), como se advierte en el cuadro 6.6. Este mayor interés de los *warrants* sobre materias primas, especialmente de los contratos sobre el petróleo, coincide con el aumento de la contratación de certificados sobre los mismos subyacentes.

#### Contratación de *warrants* en el mercado continuo<sup>1</sup>

CUADRO 6.6

Primas negociadas en miles de euros

		Primas negociadas por tipo de subyacente				Total
		Índices <sup>2</sup>	Acciones	Divisas <sup>3</sup>	Materias primas	
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
2010	7.750	689.565	820.500	33.176	59.970	1.603.211

Fuente: CNMV. (1) El número contabiliza las emisiones que registraron contratación en cada periodo. (2) Incluye cestas de valores y de índices. (3) Incluye los *warrants* sobre renta fija en los años en los que haya existido negociación.

Por su parte, la contratación de certificados experimentó una disminución (véase el cuadro 6.7), especialmente en los contratos sobre índices. En este contexto, contrasta el incremento en las primas negociadas de certificados sobre materias primas, que prácticamente doblaron su volumen negociado en 2010 y pasaron a ser el segundo subyacente más negociado, muy cerca de los índices.

#### Contratación de certificados en el mercado continuo<sup>1</sup>

CUADRO 6.7

Primas negociadas en miles de euros

		Primas negociadas por tipo de subyacente				Total
		Índices <sup>1</sup>	Acciones	Divisas	Materias primas	
2007	18	48.494,6	1.299,0	0	0,1	49.793,7
2008	26	13.673,4	1.617,3	0	1.513,8	16.804,5
2009	22	33.087,2	978,1	0	5.095,0	39.160,3
2010	16	10.563,2	1.541,6	0	9.909,7	22.014,5

Fuente: CNMV. (1) El número contabiliza las emisiones que registraron contratación en cada periodo. (2) Incluye cestas de valores y de índices.

### 6.4 Otros contratos financieros

El registro de contratos de compraventa de opciones en la CNMV se incrementó un 82,8% en 2010, después de dos años consecutivos de disminuciones (véase cuadro

6.8). El importe nominal emitido fue de 64 millones de euros, de los que 47 millones correspondieron a contratos sobre acciones y 17 millones a contratos sobre cestas de acciones. Como viene sucediendo desde el año 2007, sólo un emisor estuvo activo en este tipo de emisiones.

### Emisiones de contratos de compraventa de opciones registradas en la CNMV

CUADRO 6.8

Importes en miles de euros

			Importe de la prima			Tipos de cambio	Total
			Acciones	Índices <sup>1</sup>	Materias primas		
2007	3	9	145.000	6.000	0	0	151.000
2008	1	4	77.000	0	0	0	77.000
2009	1	3	25.000	10.000	0	0	35.000
2010	1	7	47.000	17.000	0	0	64.000

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<sup>1</sup> (MFAO) aumentó extraordinariamente en 2010. En concreto, se negociaron un total de 203.935 contratos<sup>2</sup>, lo que supuso un incremento del 50,3% con respecto a 2009, año en el que el crecimiento superó el 128%. Este aumento se debió principalmente a las aplicaciones, cuyo volumen alcanzó la cifra de 102.755 contratos y supuso el 50% de la contratación total del mercado. Las operaciones de mercado también aumentaron, aunque menos, alcanzando los 67.760 contratos, lo que representa un 40,9% más que en 2009. En línea con el aumento del número de contratos, la posición abierta a finales de 2010 se situó en los 12.860 contratos. Otro aspecto a destacar es que esta posición se distribuía entre cinco vencimientos diferentes, permitiendo así que el mercado de futuros generase una cierta curva a plazo del mercado de aceite. Al cierre de 2010 los precios de los futuros con vencimiento más alejado en el tiempo eran superiores a los más cercanos, situación que suele ser la habitual al incorporarse los costes financieros y de almacenaje del aceite, lo que se conoce como «contango».

La evolución de la actividad en MFAO durante 2010 indica que este mercado sigue la tendencia iniciada el año anterior y empieza a constituirse en una referencia importante para el 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 se incrementó en 2010, por la incorporación de un nuevo miembro industrial perteneciente al sector del aceite de oliva (véase cuadro 6.9). El resto de miembros financieros permanecieron sin cambios con respecto a 2009.

1 El Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva (MFAO) inició su actividad el 6 de febrero de 2004. Es el primer mercado a nivel mundial en el que se negocian derivados sobre el aceite de oliva.

2 Cada contrato de futuros sobre el aceite de oliva corresponde a una tonelada.

**Número de miembros en MFAO**

CUADRO 6.9

	2009	2010
Liquidadores custodios	5	5
Liquidadores	5	5
Negociadores	2	2
Industriales	6	7
<b>Total</b>	<b>18</b>	<b>19</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 descendió un 15,6% en 2010, hasta los 144 mil millones de euros. Esta caída tuvo su origen exclusivamente en el fuerte incremento de los reembolsos netos efectuados por los partícipes, que ascendieron a 25.600 millones de euros, el doble de la cifra registrada en 2009, ya que las plusvalías de la cartera fueron positivas, aunque reducidas (véase anexo II.1).

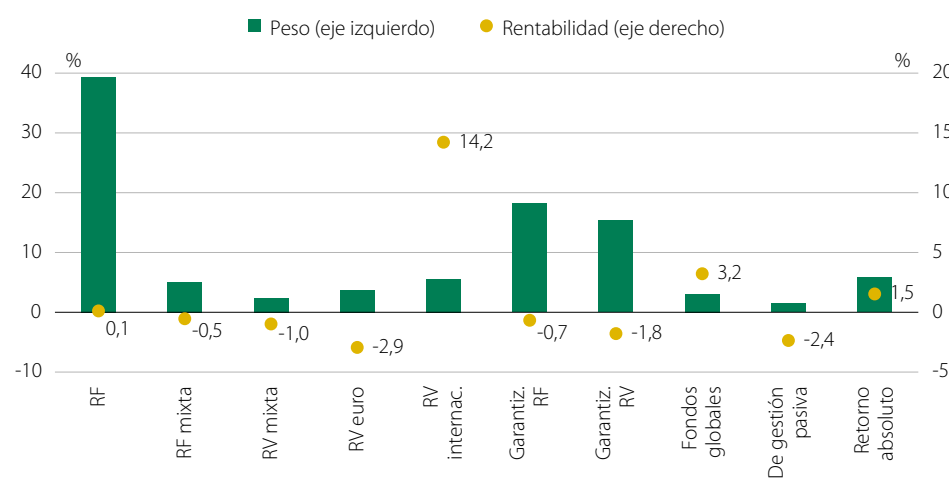
La evolución agregada del sector estuvo muy condicionada por el retroceso de los fondos de renta fija, cuyo patrimonio descendió cerca de un 30% durante el ejercicio. Las fuertes salidas de recursos en esta categoría estuvieron influenciadas, parcialmente, por el aumento de la oferta de depósitos a plazo con rentabilidades elevadas por parte de las entidades de depósito. Asimismo, cabe señalar, por su magnitud, el trasvase de recursos de los fondos de renta variable euro a los fondos de renta variable internacional (véase anexo II.1). Como consecuencia de estos cambios, la importancia relativa del patrimonio de los fondos de renta fija descendió diez puntos porcentuales, situándose en torno al 40% del patrimonio total de los FI a finales de 2010. Esta categoría junto con los fondos garantizados de renta fija y renta variable concentraban el 73% del patrimonio total de los FI, reflejando el perfil predominantemente conservador de los inversores en fondos (véase gráfico 7.1).

A pesar de que la rentabilidad para el conjunto de FI fue ligeramente positiva en 2010, del 0,3%, en la mayoría de las categorías las rentabilidades fueron negativas (véase gráfico 7.1 y anexo II.4). La vocación de renta variable internacional fue, con diferencia, la más rentable, debido a las revalorizaciones de las bolsas estadounidenses y de los países emergentes (véase capítulo 1). Las otras tres vocaciones con rentabilidades positivas fueron las de fondos de renta fija, fondos globales y fondos de retorno absoluto.

En cuanto a la composición de la cartera, durante 2010 se apreció un ligero aumento del peso relativo de la cartera interior, especialmente de los valores representativos de deuda, frente a la cartera exterior, que mostró una fuerte desinversión en valores de renta fija (véase cuadro 7.1). En 2009 se había producido un trasvase de las inversiones en sentido inverso, desde la cartera interior a la exterior, de una magnitud similar a la registrada en 2010. El peso relativo de la partida de tesorería siguió incrementándose en 2010, hasta el 4,5% del patrimonio, un nivel que es claramente superior al observado en los años previos a la crisis y, en cualquier caso, al mínimo exigido por la regulación (3%).

## Fondos de inversión (FI): distribución del patrimonio y rentabilidad por vocaciones

GRÁFICO 7.1



Fuente: CNMV.

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

CUADRO 7.1

Importes en millones de euros

	2009	%	2010	%	% var. 10/09
<b>Patrimonio</b>	<b>170.547,7</b>	<b>100,0</b>	<b>143.918,2</b>	<b>100,0</b>	<b>-15,6</b>
<b>Cartera de inversiones financieras</b>	<b>163.165,5</b>	<b>95,7</b>	<b>137.295,4</b>	<b>95,4</b>	<b>-15,9</b>
Cartera interior	100.642,7	59,0	89.630,2	62,3	-10,9
Valores representativos de deuda	74.629,0	43,8	68.575,1	47,6	-8,1
Instrumentos de patrimonio	4.741,0	2,8	3.829,2	2,7	-19,2
Instituciones de inversión colectiva	9.041,5	5,3	7.338,6	5,1	-18,8
Depósitos en EECC	11.552,2	6,8	9.460,8	6,6	-18,1
Derivados	679,0	0,4	426,2	0,3	-37,2
Otros	0,0	0,0	0,4	0,0	1.447,8
Cartera exterior	62.487,0	36,6	47.626,5	33,1	-23,8
Valores representativos de deuda	48.435,2	28,4	30.337,4	21,1	-37,4
Instrumentos de patrimonio	7.784,3	4,6	8.385,8	5,8	7,7
Instituciones de inversión colectiva	5.665,4	3,3	8.404,7	5,8	48,4
Depósitos en EECC	82,4	0,1	108,0	0,1	31,1
Derivados	518,7	0,3	387,1	0,3	-25,4
Otros	1,1	0,0	3,6	0,0	229,6
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	35,8	0,0	38,6	0,0	8,0
<b>Tesorería</b>	<b>7.268,2</b>	<b>4,3</b>	<b>6.531,4</b>	<b>4,5</b>	<b>-10,1</b>
<b>Neto deudores/acreedores</b>	<b>114,1</b>	<b>0,1</b>	<b>91,4</b>	<b>0,1</b>	<b>-19,9</b>

Fuente: CNMV. (1) Excluidas las IIC de Inversión Libre (FIL y FIICIL).

Por su parte, las sociedades gestoras continuaron racionalizando su oferta de IIC mediante fusiones entre fondos, debido a la necesidad tanto de reorganizar el exceso de oferta como de subsanar insuficiencias de patrimonio o número mínimo de partícipes. Así, de los 283 fondos de inversión que se dieron de baja a lo largo de 2010, 269 fueron absorbidos por otro fondo de inversión. Por otra parte, al igual que en

2009, las sociedades gestoras dieron de alta un número relativamente reducido de fondos. En concreto, entre las altas, prácticamente la mitad correspondieron a la categoría de fondos garantizados, en especial de renta fija. También se observó un significativo aumento en la inscripción de fondos con mayor valor añadido para los partícipes, como los fondos globales y de retorno absoluto. Como consecuencia de todo ello, a finales de 2010 había un total de 2.429 fondos de inversión, 164 menos que en el año anterior (véase cuadro 7.2). El patrimonio medio por fondo pasó de 66 millones de euros en 2009 a 59 millones en 2010.

## Altas y bajas en el registro de entidades

CUADRO 7.2

Tipo de entidad	Entidades registradas a	Altas	Bajas	Entidades registradas a
	31/12/09			31/12/10
<b>Total IIC de carácter financiero</b>	<b>5.892</b>	<b>162</b>	<b>427</b>	<b>5.627</b>
Fondos de inversión	2.593	119	283	2.429
Sociedades de inversión	3.232	36	135	3.133
IIC de IIC de inversión libre	38	0	6	32
IIC de inversión libre	29	7	3	33
<b>Total IIC inmobiliarias</b>	<b>16</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>16</b>
Fondos de inversión inmobiliaria	8	0	0	8
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	0	0	8
<b>Total IIC extranjeras comercializadas en España</b>	<b>582</b>	<b>116</b>	<b>38</b>	<b>660</b>
Fondos extranjeros	324	75	20	379
Sociedades extranjeras	258	41	18	281
<b>SGIIC</b>	<b>120</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>123</b>
<b>Depositarios</b>	<b>124</b>	<b>7</b>	<b>17</b>	<b>114</b>

Fuente: CNMV.

El número de partícipes de los FI descendió un 6% en 2010, situándose en algo más de 5,2 millones al finalizar el ejercicio. Los fondos con una mayor salida de partícipes fueron los de renta fija, donde se produjo un descenso del 20%. Entre las vocaciones que registraron un aumento en el número de partícipes, cabe destacar los fondos de renta variable internacional y los fondos garantizados de renta fija (para un mayor detalle, véase anexo II.1). Las personas físicas residentes suponían el 96% del total de partícipes de fondos de inversión y acumulaban el 78% del patrimonio total, porcentajes similares a los de años anteriores. El patrimonio medio por partícipe se situó en 27.900 euros a finales de 2010, un 10% menos que en 2009.

## 7.2 Sociedades de inversión (SICAV)

El número de SICAV registradas en la CNMV se situó en 3.133 sociedades al cierre del pasado ejercicio, un 3,1% menos que a finales de 2009 (véase cuadro 7.2), tras registrarse un elevado número de bajas, 135 entidades, de las cuales 29 fueron absorbidas por otra sociedad de inversión. Prácticamente todas las SICAV cotizaban en el Mercado Alternativo Bursátil. Por su parte, el número de accionistas disminuyó ligeramente, como se aprecia en el cuadro 7.3.

Pese al retroceso en el número de entidades y de accionistas, y a diferencia de la evolución de los fondos de inversión, el patrimonio de las SICAV aumentó ligeramente, en un 0,9% (véase cuadro 7.3), situándose en 26.200 millones de euros al cierre del ejercicio. Este incremento tuvo su origen en la fuerte revalorización de la cartera, ya que estas IIC también registraron importantes reembolsos netos. Tanto el patrimonio medio por SICAV como el patrimonio medio por accionista aumentaron ligeramente en 2010, hasta situarse en 8,3 millones de euros y 63 mil euros, respectivamente.

La evolución de la composición de la cartera de las SICAV en 2010 fue notablemente diferente a la observada en el conjunto de los fondos de inversión. Así, disminuyó el peso relativo de la cartera interior, sobre todo en los valores representativos de deuda, a favor de la cartera exterior, debido principalmente a las inversiones en otras IIC. Dentro de la cartera interior, cabe destacar el importe invertido en depósitos en entidades de crédito, que duplicó su valor a lo largo de 2010. Por otro lado, el peso relativo de la partida de tesorería se redujo en seis puntos porcentuales, hasta situarse en el 3,2% del patrimonio total a finales de 2010.

### Distribución del patrimonio de las sociedades de inversión

CUADRO 7.3

Importes en millones de euros

	2009	%	2010	%	% var. 10/09
<b>Patrimonio</b>	<b>25.924,8</b>	<b>100,0</b>	<b>26.155,0</b>	<b>100,0</b>	<b>0,9</b>
<b>Cartera de inversiones financieras</b>	<b>24.813,5</b>	<b>95,7</b>	<b>25.187,3</b>	<b>96,3</b>	<b>1,5</b>
Cartera interior	13.514,3	52,1	12.881,4	49,3	-4,7
Valores representativos de deuda	7.400,5	28,5	5.435,9	20,8	-26,5
Instrumentos de patrimonio	3.376,3	13,0	2.988,6	11,4	-11,5
Instituciones de inversión colectiva	1.091,1	4,2	758,7	2,9	-30,5
Depósitos en EECC	1.631,5	6,3	3.675,2	14,1	125,3
Derivados	-6,6	0,0	-5,9	0,0	-10,9
Otros	21,7	0,1	29,0	0,1	33,8
Cartera exterior	11.294,2	43,6	12.298,1	47,0	8,9
Valores representativos de deuda	4.606,6	17,8	3.606,8	13,8	-21,7
Instrumentos de patrimonio	3.559,3	13,7	4.166,0	15,9	17,0
Instituciones de inversión colectiva	2.987,4	11,5	4.390,5	16,8	47,0
Depósitos en EECC	26,3	0,1	12,1	0,0	-54,0
Derivados	113,0	0,4	119,9	0,5	6,0
Otros	1,6	0,0	2,8	0,0	74,2
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	4,9	0,0	7,9	0,0	61,6
<b>Inmovilizado intangible</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Inmovilizado material</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>27,7</b>
<b>Tesorería</b>	<b>976,4</b>	<b>3,8</b>	<b>832,0</b>	<b>3,2</b>	<b>-14,8</b>
<b>Neto deudores/acreadores</b>	<b>134,8</b>	<b>0,5</b>	<b>135,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>
<b>Pro memoria: nº accionistas</b>	<b>419.999</b>		<b>417.635</b>		<b>-0,6</b>

Fuente: CNMV.

### 7.3 IIC de inversión libre

Los vehículos de inversión libre son IIC de implantación relativamente reciente en nuestro país y, aunque su peso ha ido aumentando en los últimos años, su dimensión es todavía reducida en relación al resto de IIC, representando menos del 1% del patrimonio total. Concretamente, el patrimonio de estos vehículos ascendía, a finales de 2010, a 1.341 millones de euros, tras registrarse el segundo retroceso anual consecutivo. La caída del patrimonio se produjo tanto en la modalidad de IIC de inversión libre como en las IIC de IIC de inversión libre (fondos de fondos), aunque tuvo menor envergadura en el primer caso. Así, el patrimonio de las primeras cayó un 0,9% durante 2010, mientras que el de las segundas lo hizo un 14,2% en el mismo periodo de tiempo (véanse anexos II.1 y II.4).

La causa de esta reducción de patrimonio se encuentra en la evolución negativa de las suscripciones netas, ya que para los dos tipos de vehículos los reembolsos superaron a las suscripciones, concretamente, en 31,5 millones de euros en el caso de las IIC de inversión libre y en 118,3 millones en las IIC de IIC de inversión libre. Ambos tipos de IIC obtuvieron rentabilidades positivas durante 2010, concretamente del 5,8% para las IIC de inversión libre y del 3,2% para las IIC de IIC de inversión libre. No obstante, éstas fueron sensiblemente inferiores a las obtenidas en 2009 (15% y 8%, respectivamente) y, en cualquier caso, insuficientes para compensar el impacto negativo de los reembolsos netos sobre el patrimonio.

La evolución del número de partícipes a lo largo del año fue similar a la del patrimonio. Así, en el caso de las IIC de inversión libre, el número de partícipes se redujo un 3,4%, mientras que en el caso de las IIC de IIC de inversión libre lo hizo un 17,2%. De este modo, el patrimonio medio por partícipe se mantuvo en un nivel similar al de 2009, en torno a 340 mil euros para las IIC de inversión libre y 150 mil euros para las IIC de IIC de inversión libre.

Por primera vez desde su implantación en el mercado español en 2006, el número total de vehículos de inversión libre experimentó una disminución, pasando de 67 vehículos en 2009 a 65 en 2010. No obstante, el comportamiento fue desigual entre los dos tipos de entidades. En cuanto al número de IIC de inversión libre, se produjo un aumento de cuatro vehículos (siete altas y tres bajas), hasta las 33. En general, los fondos inscritos durante 2010 tendieron a adoptar políticas de inversión menos complejas que las seguidas inicialmente por este tipo de IIC. En cambio, el número de IIC de IIC de inversión libre se redujo hasta las 32, después de las seis bajas producidas durante 2010. Cabe señalar, además, que 13 de estas últimas entidades estaban en proceso de liquidación a finales de año.

### 7.4 IIC inmobiliarias

El patrimonio de las IIC inmobiliarias disminuyó en 2010 por tercer año consecutivo, en concreto un 5%, hasta situarse en 6.437 millones de euros. El descenso del patrimonio fue, no obstante, inferior al que se produjo durante los dos años precedentes. Los fondos inmobiliarios (FII), que suponen el 95% del total del patrimonio de este segmento de IIC, experimentaron reembolsos netos por un valor de 34,6 millones de euros. A su vez, la rentabilidad obtenida durante 2010 por los FII fue también negativa (-4,7%), aunque superior a la de 2009 (-8,3%). En el anexo II.4 puede consultarse la evolución de las rentabilidades y suscripciones netas de estos vehículos durante los últimos años. En contraste con los FII, el patrimonio

de las sociedades inmobiliarias aumentó un 4,3%, hasta situarse en 322 millones de euros.

El número de partícipes de las IIC inmobiliarias disminuyó un 9,8% en 2010, lo que implica una reducción aproximadamente a la mitad desde los máximos alcanzados en 2006. Este descenso se debió exclusivamente a los FII, cuyo número de partícipes se redujo un 9,9%, situándose en poco más de 75 mil al cierre del ejercicio, ya que las sociedades de inversión inmobiliaria (SII) aumentaron su número de partícipes en un 1,6%, hasta los 943. Respecto al número de entidades registradas, no se produjo ningún cambio durante 2010, con lo que a final de año seguía habiendo 16 entidades dadas de alta (ocho FII y ocho SII). No obstante, cabe mencionar que un fondo inmobiliario, que permanecía dado de alta en los registros de la CNMV, concluyó durante 2010 el proceso de liquidación iniciado a finales de 2008, por lo que su patrimonio a finales de año era nulo.

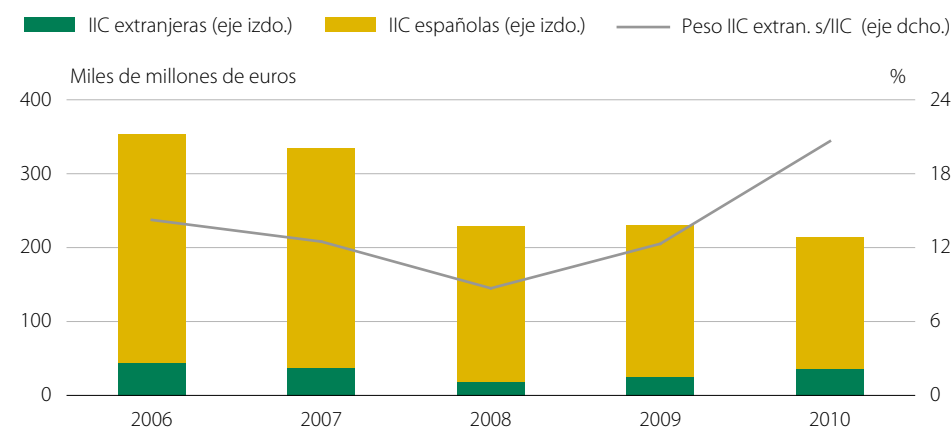
Tres fondos inmobiliarios iniciaron el ejercicio con los reembolsos suspendidos o aplazados, uno desde finales de 2008 y los otros dos desde principios de 2009. De ellos, uno llevó a cabo, en el tercer trimestre, una escisión parcial mediante la transmisión de una parte de su patrimonio a un fondo de inversión (FI) de nueva creación. Este nuevo fondo agrupó a los partícipes que quedaban en el FII después de las ventas extraordinarias, a excepción de la entidad matriz del grupo al que pertenece la gestora, que se mantuvo como único partícipe en el fondo inmobiliario. Los dos fondos restantes se mantenían en la misma situación al finalizar 2010. Uno de ellos anunció que probablemente no podría atender a los reembolsos solicitados cuando finalizase el periodo de suspensión (en abril de 2011), en cuyo caso se procedería a su disolución y posterior liquidación. El otro fondo levantó la suspensión en febrero de 2011, garantizando durante dos años, a través del grupo promotor, tanto los reembolsos como la liquidez del fondo.

## 7.5 IIC extranjeras comercializadas en España

El volumen de inversión de las IIC extranjeras comercializadas en España volvió a aumentar con intensidad durante 2010, hasta alcanzar los 36,7 miles de millones de euros, un 46% más que en 2009 y el doble respecto a 2008, aunque todavía lejos de su máximo histórico de junio de 2007 (50 mil millones de euros). El patrimonio de las IIC extranjeras equivalía, al finalizar el año, al 20% del patrimonio de las IIC nacionales, frente a un 12% en 2009, aumento que evidencia el mejor comportamiento relativo de las primeras.

En cuanto al número de vehículos, al cierre de 2010 estaban registradas en la CNMV un total de 660 IIC extranjeras, de las cuales 379 eran fondos y el resto sociedades (véase cuadro 7.2). Durante el ejercicio se produjeron 116 altas y 38 bajas. La mayor parte de las instituciones registradas provienen de Luxemburgo, aunque también cabe destacar, por su número, las procedentes de Francia y, a mayor distancia, de Irlanda (véase anexo II.5).





Fuente: CNMV.

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

En diciembre de 2010 había un total de 123 SGIIC registradas en la CNMV, tres más que a finales de 2009, ya que durante el año se produjeron seis altas y tres bajas (véase anexo II.6). El número de IIC gestionadas continuó descendiendo de forma significativa debido al elevado número de fusiones entre fondos, como ya se ha señalado anteriormente. Al cierre del ejercicio, el patrimonio gestionado por las SGIIC se redujo un 13,1% hasta los 177.100 millones de euros, debido principalmente a la caída del patrimonio de los fondos de inversión, gestionado en su totalidad por este tipo de entidades. Como en años precedentes, se observó una elevada concentración del patrimonio gestionado. Así, a final de año, tres SGIIC acumulaban el 39,1% de dicho patrimonio, mientras que las diez primeras gestoras por patrimonio gestionado concentraban el 61,6% del total.

Las comisiones de gestión de IIC, que suponen la mayoría de las comisiones percibidas por las SGIIC (véase cuadro 7.4), descendieron un 4,2% respecto a 2009. Esta caída fue mucho menos intensa que la experimentada en 2009 (superior al 25%). En conjunto, las comisiones de gestión percibidas supusieron el 1% del patrimonio en 2010, una décima superior al porcentaje registrado en 2009.

El margen bruto agregado obtenido por las SGIIC aumentó un 4,4% en 2010, hasta los 634 millones de euros, debido a la caída de las comisiones por comercialización satisfechas a otras entidades, que compensó la disminución de las comisiones percibidas por las SGIIC, y la mejoría en los resultados de las operaciones por cuenta propia. El descenso de los gastos de explotación y, en mayor medida, la fuerte reducción de las pérdidas por deterioro de activos, dieron lugar a un aumento del resultado neto de explotación de las gestoras superior al 23%. Finalmente, el beneficio antes de impuestos agregado de las SGIIC aumentó un 24,5% hasta los 293,6 millones de euros, frente a la disminución superior al 50% registrada en el ejercicio 2009.

## Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGIC

CUADRO 7.4

Importes en miles de euros

	2009	2010	% var. 10/09
<b>Margen de intereses</b>	<b>18.530</b>	<b>17.223</b>	<b>-7,1</b>
Comisiones netas	611.905	617.622	0,9
Comisiones percibidas	1.814.822	1.753.370	-3,4
Gestión de IIC	1.717.148	1.644.818	-4,2
Suscripción y reembolso	41.843	34.124	-18,4
Otras	55.831	74.427	33,3
Comisiones satisfechas	1.202.917	1.135.748	-5,6
Resultado de inversiones financieras netas	-9.248	1.610	-
Rendimientos de instrumentos de capital	2.221	1.026	-53,8
Diferencias de cambio netas	-355	-120	-66,3
Otros productos y cargas de explotación netas	-12.312	555	-
<b>Margen bruto</b>	<b>610.742</b>	<b>637.917</b>	<b>4,4</b>
Gastos de explotación	329.680	324.221	-1,7
Personal	199.622	195.697	-2,0
Generales	130.057	128.523	-1,2
Amortizaciones y otras dotaciones netas	13.452	14.105	4,9
Pérdidas netas por deterioro de act. financieros	24.526	82	-99,7
<b>Resultado neto de explotación</b>	<b>243.085</b>	<b>299.509</b>	<b>23,2</b>
Otras ganancias y pérdidas	-7.228	-5.964	-17,5
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>235.857</b>	<b>293.545</b>	<b>24,5</b>
Impuesto sobre beneficios	78.272	86.067	10,0
<b>Resultado de actividades continuadas</b>	<b>157.585</b>	<b>207.478</b>	<b>31,7</b>
Resultado de actividades interrumpidas	0	0	0,0
<b>Resultado neto del ejercicio</b>	<b>157.585</b>	<b>207.478</b>	<b>31,7</b>

Fuente: CNMV.

Al finalizar el ejercicio, el número de sociedades en pérdidas ascendió a 34, tres más que en 2009. Sin embargo, el importe agregado de las pérdidas se situó en 20,2 millones de euros, algo menos de la mitad de las contabilizadas en 2009, cuando las pérdidas de una única entidad llegaron a representar la mitad de las pérdidas del sector<sup>1</sup> (véase cuadro 7.5).

## Resultados antes de impuestos, número de entidades en pérdidas e importe de las pérdidas

CUADRO 7.5

Importes en miles de euros

	Resultados antes de impuestos	Nº entidades en pérdidas	Importe de las pérdidas
2006	745.188	12	4.507
2007	771.149	19	5.273
2008	497.830	34	19.725
2009	235.857	31	41.379
2010	293.545	34	20.235

Fuente: CNMV.

## 7.7 Depositarios de IIC

El número de depositarios registrados a finales de 2010 ascendió a 114, diez menos que en 2009, debido a las 17 bajas y siete altas registradas (véase cuadro 7.2). Estas variaciones se produjeron principalmente como consecuencia de la reestructuración en el sector de las cajas de ahorro a través de fusiones de distinta índole, proceso que continuará a lo largo de 2011 y que podrá seguir afectando a la organización del sector.

Por tipo de entidad depositaria, los datos correspondientes a diciembre de 2010 reflejan un descenso de la cuota de mercado de los bancos (del 65,3% al 63,8% del patrimonio total en custodia) y de las sociedades y agencias de valores (del 3,4% al 3,3%). Como contrapartida, las cajas de ahorro siguieron ganando cuota (del 28,4% al 30,9%), mientras que las cooperativas de crédito la mantuvieron (1,9%). Esta tendencia es similar a la que se viene observando a lo largo de los últimos años.



## 8 Prestación de servicios de inversión

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

El número de entidades de crédito nacionales (bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito) registradas en la CNMV para prestar servicios de inversión ascendía a 189 a finales de 2010, cuatro menos que en 2009. En cuanto a las entidades de crédito extranjeras en disposición de prestar servicios de inversión en España, durante 2010 se registraron seis nuevas entidades, situándose su número total al cierre del ejercicio en 428, casi todas procedentes de otros Estados Miembros de la Unión Europea (418 entidades, cinco más que en 2009). De las entidades de crédito extranjeras registradas, 367 operaban en régimen de libre prestación de servicios y 61 a través de sucursales.

Tras haberse contraído un 43% entre 2007 y 2009, los ingresos por prestación de servicios en valores y comercialización de fondos de inversión de las entidades de crédito experimentaron un aumento del 6,6% en 2010 (véase el cuadro 8.1). El peso de estos dos tipos de ingresos en el total de ingresos por comisiones de estas entidades aumentó en trece décimas, situándose en el 17,9%, lejos todavía del 29,5% registrado en 2007.

#### Ingresos de las entidades de crédito por la prestación de servicios en valores y comercialización de productos financieros no bancarios

CUADRO 8.1

Importes en millones de euros

	2007	2008	2009	2010	% s/total comisiones EC
<b>Por servicios de valores</b>	<b>1.751</b>	<b>1.286</b>	<b>1.178</b>	<b>1.288</b>	<b>8,9</b>
Aseguramiento y colocación de valores	340	124	163	267	1,8
Compraventa de valores	608	467	400	407	2,8
Administración y custodia	675	601	533	524	3,6
Gestión de patrimonio	128	94	81	89	0,6
<b>Por comercialización de productos financieros no bancarios</b>	<b>4.237</b>	<b>3.661</b>	<b>3.003</b>	<b>3.104</b>	<b>21,5</b>
Fondos de inversión	2.530	1.801	1.248	1.297	9,0
Fondos de pensiones	483	482	446	470	3,2
Seguros	1.131	1.291	1.204	1.242	8,6
Otros	93	87	104	95	0,7
<b>Pro memoria:</b>					
Ingresos totales por comisiones	14.534	16.242	14.677	14.466	100,0

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. La CNMV supervisa sus actividades en esta materia.

Las entidades de crédito tienen un papel preponderante en la prestación de servicios de inversión. Como se aprecia en el cuadro 8.2, estas entidades acapararon en 2010 casi la totalidad de las comisiones por comercialización de fondos de inversión, por administración y custodia y por colocación y aseguramiento. Sólo en la actividad de compraventa de valores fueron superadas por las sociedades y agencias de valores, que concentraron casi el 60% de las comisiones percibidas.

### Comisiones percibidas por servicios de inversión

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 servicios de inversión</b>	<b>749</b>	<b>18</b>	<b>2.584</b>	<b>3.351</b>	<b>77,1</b>
Colocación y aseguramiento	11	–	267	278	96,0
Compraventa de valores	593	–	407	1.000	40,7
Gestión de patrimonios	33	18	89	140	63,6
Administración y custodia	23	–	524	547	95,8
Comercialización fondos de inversión	89	0	1.297	1.386	93,6

Fuente: CNMV y Banco de España.

## 8.2 Empresas de servicios de inversión<sup>2</sup>

### 8.2.1 Sociedades y agencias de valores

#### Autorización y registro

Un total de 95 sociedades y agencias de valores estaban registradas en la CNMV a finales de 2010, cinco menos que en 2009 (véase cuadro 8.3). Durante el año se produjeron ocho altas y trece bajas, la mayoría de ellas correspondientes a agencias de valores. Respecto a las altas, cabe señalar que dos de ellas se produjeron por la transformación de una agencia de valores en una sociedad de valores y cuatro correspondieron a entidades independientes. En cuanto a las bajas, cinco correspondieron a entidades independientes, cuatro a entidades integradas en grupos financieros nacionales y las otras cuatro a entidades pertenecientes a grupos financieros extranjeros (véase el anexo II.8).

Durante 2010 se produjeron varios cambios significativos en las participaciones de control en el capital de las sociedades y agencias de valores. En concreto, se produjeron siete cambios de control, de los que tres afectaron a sociedades y cuatro a agencias de valores. En seis casos, el adquirente fue una entidad financiera nacional (véase el anexo II.11).

2 De acuerdo con el artículo 64 de la LMV, son empresas de servicios de inversión las sociedades de valores, las agencias de valores, las sociedades gestoras de cartera y las empresas de asesoramiento financiero.

## Altas y bajas en el registro de entidades

CUADRO 8.3

Entidades financieras  
y servicios de inversión  
Prestación de servicios  
de inversión

Tipo de entidad	Entidades a 31/12/09	Altas	Bajas	Entidades a 31/12/10
<b>Entidades nacionales</b>	<b>100</b>	<b>8</b>	<b>13</b>	<b>95</b>
Sociedades de valores	50	2	2	50
Miembros de bolsa	37	1	2	36
No miembros de bolsa	13	1	0	14
Agencias de valores	50	6	11	45
Miembros de bolsa	7	1	2	6
No miembros de bolsa	43	5	9	39
<b>Entidades extranjeras</b>	<b>1.940</b>	<b>294</b>	<b>58</b>	<b>2.176</b>
Con sucursal	36	9	4	41
En libre prestación de servicios	1.904	285	54	2.135
<b>Pro memoria:</b>				
Representantes	6.740	1.030	573	7.197

Fuente: CNMV.

Las sociedades y agencias de valores registradas en España apenas utilizan el pasaporte comunitario para operar en otros países de la Unión Europea. A finales de 2010 sólo tres entidades mantenían sucursales en otros países (Reino Unido, Italia y Suecia), el mismo número que en 2009. En la modalidad de libre prestación de servicios, el número de entidades autorizadas era de 37 a finales de 2010, una más que en 2009. Sin embargo, aumentaron significativamente los países en los que estas entidades prestan servicios (ya que una misma entidad puede prestar servicios en uno o varios Estados), principalmente por los movimientos de dos entidades que empezaron a operar en once países nuevos, todos ellos de Europa del Este (véase anexo II.10).

Como se aprecia en el cuadro 8.3, a lo largo de 2010 muchas entidades autorizadas en otros Estados Miembros comunicaron a la CNMV su intención de comenzar a prestar servicios de inversión en España. El incremento se concentró principalmente en las entidades en régimen de libre prestación de servicios. Su número aumentó de 1.904 a 2.135 entidades, siendo menos significativo el aumento en el número de entidades extranjeras con sucursal, de 36 a 41. La mayoría de las nuevas entidades registradas proceden del Reino Unido (véase anexo II.10).

## Resultados y solvencia

El sector volvió a experimentar en 2010 una reducción de los beneficios antes de impuestos, aunque menor que en años anteriores. Si se consideran conjuntamente sociedades y agencias de valores, el resultado antes de impuestos agregado se situó en 285,7 millones de euros, lo que supone una disminución del 20% respecto al ejercicio anterior. En términos relativos y a diferencia del año anterior, el descenso fue mayor en las sociedades de valores (20,4%) que en las agencias de valores (6,4%) y, en ambos casos, menor que el registrado en 2009 (28,6% para las primeras y 53% para las segundas). El número de entidades que mejoraron sus resultados aumentó en relación a años precedentes, situándose en prácticamente la mitad del total de sociedades y agencias de valores operativas al cierre del ejercicio. Las sociedades de valores generaron el 96,7% del resultado antes de impuestos del sector durante el ejercicio.

Como se aprecia en el cuadro 8.4, la reducción de los beneficios de las sociedades de valores tuvo su origen, principalmente, en la operativa por cuenta propia y, concre-

tamente, en la caída del margen financiero, que pasó de 163,3 millones de euros en diciembre de 2009 a 102 millones en diciembre de 2010. Esta disminución se concentró, sobre todo, en los intereses recibidos por activos financieros, que se contrajeron un 56,9%. Una de las causas de esta reducción fue la recomposición de la cartera de valores agregada, que se modificó sustancialmente durante 2010. Así, los valores representativos de deuda pasaron de constituir un 22,3% del total a suponer un 16%, mientras que el peso relativo de las acciones y participaciones pasó de un 36,9% de la cartera total en 2009 a un 67,8% en 2010.

Por su parte, la operativa por prestación de servicios a terceros, que constituye la principal fuente de ingresos, al aportar, en términos netos, el 75% de su margen bruto, se redujo un 5%, una disminución muy inferior a la experimentada el año anterior, que fue de un 21,4%. La mayor parte de las comisiones percibidas por las sociedades de valores sigue procediendo de la tramitación y ejecución de órdenes. Los ingresos por estas operaciones experimentaron un ligero aumento durante 2010, situándose en 555,2 millones de euros debido, sobre todo, al aumento, por segundo año consecutivo, del corretaje medio efectivo aplicado en los mercados de renta variable nacional (véase gráfico 8.1). Del resto de comisiones percibidas, resulta significativa la importante disminución de las comisiones por colocación y aseguramiento de emisiones, que sumaron 8,5 millones de euros frente a los 26,3 del año 2009 en línea con la escasa actividad en los mercados primarios.

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

CUADRO 8.4

Importes en miles de euros

	2009	2010	% var. 10/09
<b>Margen financiero</b>	<b>163.272</b>	<b>102.054</b>	<b>-37,5</b>
<b>Comisiones netas</b>	<b>562.082</b>	<b>533.858</b>	<b>-5,0</b>
Comisiones percibidas	782.214	798.152	2,0
Tramitación y ejecución de órdenes	548.362	555.207	1,3
Colocación y aseguramiento de emisiones	26.326	8.499	-67,7
Depósito y anotación de valores	16.183	22.367	38,2
Comercialización de IIC	63.341	65.487	3,4
Gestión de carteras	11.768	13.880	18,0
Asesoramiento en materia de inversión	57.051	49.433	-13,4
Otras	59.183	83.278	40,7
Comisiones satisfechas	220.133	264.294	20,1
<b>Resultado de inversiones financieras</b>	<b>45.266</b>	<b>48.588</b>	<b>7,3</b>
Diferencias de cambio netas	22.582	24.445	8,3
Otros productos y cargas de explotación	-762	1.635	-
<b>Margen bruto</b>	<b>792.440</b>	<b>710.580</b>	<b>-10,3</b>
Gastos de explotación	412.998	415.433	0,6
Personal	275.453	270.465	-1,8
Generales	137.546	144.968	5,4
Amortizaciones y otras dotaciones	-48.401	6.006	-
Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	88.137	12.888	-85,4
<b>Resultado neto de explotación</b>	<b>339.706</b>	<b>276.253</b>	<b>-18,7</b>
Otras ganancias y pérdidas	10.256	2.265	-77,9
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>349.962</b>	<b>278.519</b>	<b>-20,4</b>
Impuesto sobre beneficios	98.977	81.685	-17,5
<b>Resultado de actividades continuadas</b>	<b>250.984</b>	<b>196.834</b>	<b>-21,6</b>
Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-
<b>Resultado neto del ejercicio</b>	<b>250.984</b>	<b>196.834</b>	<b>-21,6</b>

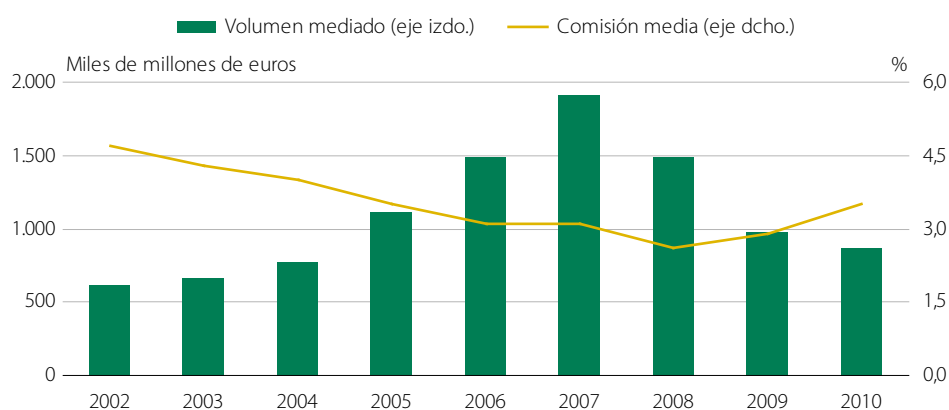
Fuente: CNMV. (1) Incluye la información de todas las entidades que estuvieron dadas de alta en los registros de la CNMV en cualquier momento del ejercicio, no sólo al finalizar el mismo.



## 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.

El margen bruto, que mide los ingresos netos generados por las actividades ordinarias de las sociedades de valores, se redujo un 10,3% respecto a 2009. En el capítulo de gastos, los de explotación, que en 2009 habían experimentado una reducción superior al 7%, aumentaron muy ligeramente. Cabe destacar un elevado descenso de las pérdidas netas por deterioro de activos financieros, parcialmente compensado por la evolución de la partida de amortizaciones y otras dotaciones. Como resultado de todo ello, el resultado neto de explotación cayó un 18,7%, hasta los 276,3 millones de euros.

Como ha venido sucediendo de forma creciente en los últimos años, un reducido número de sociedades generaron la mayor parte de los beneficios de este subsector. En concreto, las cinco sociedades de valores con mayores beneficios supusieron el 60,1% del total. A pesar del descenso global de los beneficios, éstos se incrementaron para alrededor del 45% de las sociedades. Por otra parte, el número de sociedades de valores en pérdidas se mantuvo en diez, como en 2009, si bien el importe total de las pérdidas antes de impuestos se situó en 10,7 millones de euros, aproximadamente, la mitad que el año anterior. Nueve de las diez sociedades en pérdidas eran entidades independientes.

Las agencias de valores, al contrario que las sociedades de valores, no pueden realizar actividades de inversión por cuenta propia, por lo tanto, sus ingresos provienen casi exclusivamente de la prestación de servicios a terceros. Las agencias miembros de bolsa obtienen la mayor parte de los ingresos de la tramitación y ejecución de órdenes mientras que la mayoría de agencias no miembros, que son las más abundantes dentro de este tipo de entidades, han tendido a especializarse en determinados servicios. La mayor parte de las agencias de valores son entidades independientes (35 de un total de 45), al contrario que las sociedades de valores, que en su mayoría son entidades controladas por un grupo financiero (30 de un total de 49).

Como refleja el cuadro 8.5, durante 2010, el resultado antes de impuestos agregado de las agencias de valores disminuyó un 6,4% hasta los 9,5 millones de euros. La principal fuente de ingresos de estas entidades, que son las comisiones percibidas por prestación de servicios de inversión, ascendió a 126,1 millones de euros, lo que supone un descenso del 12,7% con respecto al año anterior. Esta reducción de ingresos fue generalizada para todo tipo de comisiones, a excepción de las derivadas del asesoramiento en materia de inversión, que aumentaron ligeramente. Del resto de

comisiones, cabe destacar, por su peso relativo, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes<sup>3</sup>, que fueron las que más cayeron (en un 29,1%). Las comisiones por comercialización de IIC, segundas en importancia, se mantuvieron estables en torno a los 24 millones de euros. Como consecuencia de todo lo anterior, el margen bruto agregado de estas entidades descendió un 15,9%. A pesar de ello, el resultado neto de explotación se incrementó un 8,6%, gracias a una reducción de los gastos de explotación del 18,2%.

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

CUADRO 8.5

Importes en miles de euros

	2009	2010	% var. 10/09
<b>Margen financiero</b>	<b>2.654</b>	<b>1.629</b>	<b>-38,6</b>
<b>Comisiones netas</b>	<b>127.457</b>	<b>109.165</b>	<b>-14,4</b>
Comisiones percibidas	144.351	126.055	-12,7
Tramitación y ejecución de órdenes	53.855	38.176	-29,1
Colocación y aseguramiento de emisiones	2.950	2.748	-6,9
Depósito y anotación de valores	509	366	-28,1
Comercialización de IIC	23.968	23.946	-0,1
Gestión de carteras	19.584	19.489	-0,5
Asesoramiento en materia de inversión	2.750	2.790	1,5
Otras	40.735	38.540	-5,4
Comisiones satisfechas	16.894	16.890	0,0
<b>Resultado de inversiones financieras</b>	<b>1.866</b>	<b>456</b>	<b>-75,6</b>
Diferencias de cambio netas	-296	-3	99,1
Otros productos y cargas de explotación	-1.042	-1.413	-35,6
<b>Margen bruto</b>	<b>130.640</b>	<b>109.834</b>	<b>-15,9</b>
Gastos de explotación	119.224	97.582	-18,2
Personal	72.206	58.886	-18,5
Generales	47.018	38.697	-17,7
Amortizaciones y otras dotaciones	2.651	2.817	6,3
Pérdidas netas por deterioro de act. financieros	55	-23	-
<b>Resultado neto de explotación</b>	<b>8.709</b>	<b>9.457</b>	<b>8,6</b>
Otras ganancias y pérdidas	1.412	19	-98,7
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>10.121</b>	<b>9.476</b>	<b>-6,4</b>
Impuesto sobre beneficios	5.747	3.024	-47,4
<b>Resultado de actividades continuadas</b>	<b>4.374</b>	<b>6.452</b>	<b>47,5</b>
Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-
<b>Resultado neto del ejercicio</b>	<b>4.374</b>	<b>6.452</b>	<b>47,5</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.

3 Las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes supusieron el 78% de las comisiones percibidas para las agencias de valores miembros de bolsa y el 21,7% para las no miembros.

El comportamiento de las agencias de valores a nivel individual no fue homogéneo. Prácticamente la mitad de estas entidades que estaban registradas tanto a finales de 2009 como de 2010 (41 en total) mejoraron sus resultados antes de impuestos. El número de entidades en pérdidas descendió de 15 a doce, de las cuales cinco ya habían sufrido pérdidas el año anterior, y también se redujo sustancialmente el importe de las pérdidas antes de impuestos agregadas hasta situarse en algo más de cinco mil millones de euros, frente a los casi 8.800 millones de 2009 (véase cuadro 8.6)

**Resultados antes de impuestos, número 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>	Nº de entidades en pérdidas	Importe de las pérdidas antes de impuestos
<b>Sociedades de valores</b>			
2007	769.116	2	-14.437
2008	502.893	8	-13.356
2009	349.962	10	-21.832
2010	278.691	10	-10.682
<b>Agencias de valores</b>			
2007	117.234	7	-3.261
2008	22.408	17	-9.911
2009	10.121	15	-8.792
2010	9.476	12	-5.057

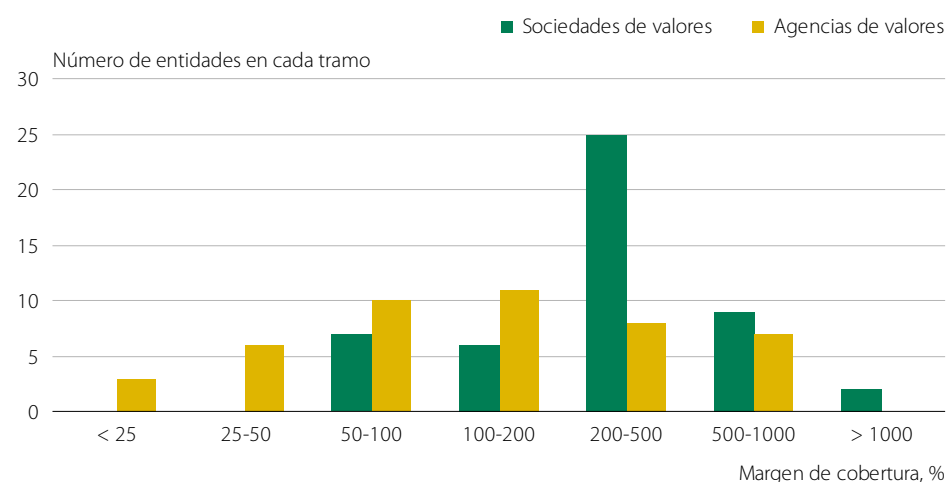
Fuente: CNMV. (1) Incluye los resultados de todas las entidades que estuvieron dadas de alta en los registros de la CNMV en cualquier momento del ejercicio, no sólo al finalizar el mismo.

La solvencia del sector en su conjunto sigue siendo elevada, aunque los márgenes de cobertura agregados se han reducido ligeramente desde que en 2009 entrara en vigor una nueva normativa que exige mayores recursos propios<sup>4</sup>. Al cierre del ejercicio 2010, el exceso de recursos propios del sector era 3,2 veces superior al volumen de recursos exigibles, frente a 3,4 veces en 2009. Estos márgenes son, en general, mucho mayores en las sociedades de valores que en las agencias. Así, mientras que para las primeras el margen de cobertura agregado se situó en torno a 3,3, para las segundas fue de 1,9. En cuanto a la distribución de esta ratio, en el gráfico 8.2 se observa que la gran mayoría de las sociedades de valores tenían, a finales de 2010, un margen de cobertura sobre recursos propios exigibles superior al 200%. En cambio, dos tercios de las agencias de valores estaban por debajo de este umbral. Cabe destacar que, a diferencia del año anterior, en 2010 no hubo ninguna entidad con déficit de recursos propios. De las seis entidades que a finales de 2009 habían presentado un déficit en el margen de solvencia, cuatro se dieron de baja y dos se recuperaron, alcanzando nuevamente un superávit.

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

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

GRÁFICO 8.2



Fuente: CNMV.

### 8.2.2 Sociedades gestoras de cartera

Durante 2010 se dieron de baja tres sociedades gestoras de cartera<sup>5</sup> (SGC), por lo que, al cierre del ejercicio, había seis entidades de este tipo registradas en la CNMV. De las tres bajas, dos se transformaron en otro tipo de entidad para poder ofrecer a sus clientes un catálogo de servicios de inversión más amplio (véanse anexos II.6 y II.8).

A cierre de 2010, el patrimonio gestionado por las SGC se situaba en 2.889 millones de euros, un 2,9% inferior al registrado en 2009. La principal partida de ingresos, las comisiones por gestión de carteras, disminuyó un 2,4%. La caída del margen bruto y el aumento de los gastos de explotación, ambos por debajo del 2%, dieron lugar a un descenso en el resultado neto de explotación del 11% (véase cuadro 8.7). Los beneficios antes de impuestos agregados se situaron en 1,2 millones de euros, un 7% inferiores a los contabilizados en el año anterior. Una entidad registró pérdidas al cierre del presente ejercicio, encadenando tres ejercicios consecutivos de resultados negativos.

5 De las tres SGC, una se transformó en SGIC, otra en agencia de valores y la restante cesó su actividad como ESI, transformándose en una sociedad anónima de régimen común.

## 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

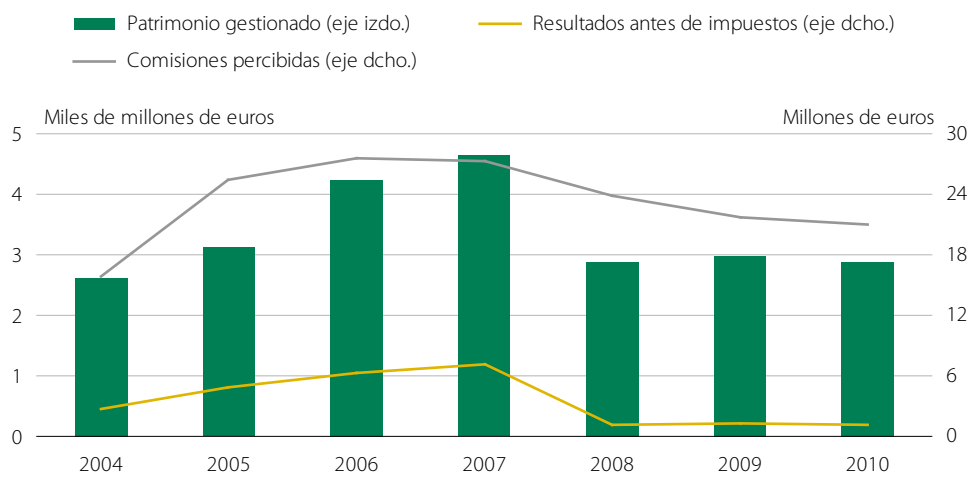
Importes en miles de euros

	2009	2010	% var. 10/09
<b>Margen financiero</b>	<b>341</b>	<b>407</b>	<b>19,4</b>
<b>Comisiones netas</b>	<b>10.734</b>	<b>10.097</b>	<b>-5,9</b>
Comisiones percibidas	21.750	20.994	-3,5
Comercialización de IIC	18	34	88,9
Gestión de carteras	18.463	18.020	-2,4
Asesoramiento en materia de inversión	2.698	1.160	-57,0
Otras	571	1.779	211,6
Comisiones satisfechas	11.016	10.897	-1,1
<b>Resultado de inversiones financieras</b>	<b>92</b>	<b>51</b>	<b>-44,6</b>
Diferencias de cambio netas	5	9	80,0
Otros productos y cargas de explotación	-389	13	-
<b>Margen bruto</b>	<b>10.784</b>	<b>10.577</b>	<b>-1,9</b>
Gastos de explotación	9.144	9.305	1,8
Personal	4.946	4.959	0,3
Generales	4.199	4.346	3,5
Amortizaciones y otras dotaciones	208	118	-43,3
Pérdidas netas por deterioro de act. financieros	135	0	-100,0
Resultado neto de explotación	1.296	1.154	-11,0
Otras ganancias y pérdidas	-15	38	-
Resultado antes de impuestos	1.281	1.192	-7,0
Impuesto sobre beneficios	392	254	-35,2
<b>Resultado de actividades continuadas</b>	<b>889</b>	<b>939</b>	<b>5,6</b>
Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-
<b>Resultado neto del ejercicio</b>	<b>889</b>	<b>939</b>	<b>5,6</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.

Durante 2010, todas las SGC mantuvieron una situación holgada en términos de solvencia. Así, a finales del ejercicio, el conjunto de estas entidades presentaba un exceso de recursos propios sobre los exigibles del 119%.

### 8.2.3 Empresas de asesoramiento financiero

Las EAFI son un tipo de empresas de servicios de inversión cuya actividad se inició en 2009 al amparo de la trasposición a nuestro ordenamiento jurídico de la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). Este tipo de entidades efectúan exclusivamente recomendaciones personalizadas a sus clientes sobre operaciones en instrumentos financieros.

A cierre de 2010, el número de entidades de este tipo registradas en la CNMV ascendía a 52. Hay que destacar que ninguna de ellas pertenece a grupos financieros. El patrimonio asesorado ascendió a 15.853 millones de euros. Aunque la práctica totalidad de los contratos de asesoramiento suscritos correspondieron a clientes minoristas (un 97% de los 2.423 contratos), estos contratos tan sólo representaron un 11% del patrimonio asesorado.

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

El ejercicio 2010 se caracterizó por un ligero incremento en el número de entidades de capital-riesgo (ECR), que se situó en 333, de las cuales 150 eran fondos de capital-riesgo (FCR), 108 sociedades de capital-riesgo (SCR) y el resto sociedades gestoras (SGECR). En total se produjeron 22 altas y 17 bajas (véase cuadro 9.1).

Las bajas registradas durante el ejercicio superaron en número a las de 2009 (13). Como ya sucediera el año anterior, una parte sustancial de estas bajas se produjo como consecuencia de las dificultades para materializar nuevos proyectos. En el caso de las SCR se produjeron once bajas, una más que en 2009, en su mayoría correspondientes a entidades inscritas con una antigüedad media inferior a cinco años. En el caso de los FCR, se produjeron dos bajas más que el año anterior. En cuanto a las SGECR, las tres bajas registradas, una más que en 2009, se produjeron por no alcanzar el volumen de patrimonio gestionado que se habían marcado como objetivo para sus vehículos de inversión.

#### Altas y bajas en el registro

CUADRO 9.1

Tipo de entidad	Entidades registradas a 31/12/09	Altas	Bajas	Entidades registradas a 31/12/10
Sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo	74	4	3	75
Sociedades de capital-riesgo	153	8	11	150
Fondos de capital-riesgo	101	10	3	108
<b>Total ECR</b>	<b>328</b>	<b>22</b>	<b>17</b>	<b>333</b>

Fuente: CNMV.

En cuanto a las entidades dadas de alta en 2010, sus principales características se resumen como sigue:

- Como ha venido ocurriendo en los últimos tres años, la mayor parte de las nuevas ECR (fondos y sociedades de capital-riesgo) se acogieron al régimen simplificado; en concreto, en el 94% de los casos.
- Las nuevas entidades de capital-riesgo invirtieron, mayoritariamente, en pequeñas y medianas empresas en sus fases de crecimiento inicial. En particular, cabe destacar en este contexto el registro de fondos destinados a emprendedores que se centran en pequeñas empresas del sector tecnológico.
- Respecto al destino de las inversiones, existe una notable diversidad en los sectores representados. Hay que destacar que, a partir de la segunda mitad del 2010, dejaron de registrarse proyectos centrados en el sector de la energía solar

fotovoltaica, que habían alcanzado un notable protagonismo en años anteriores. También se registraron algunas nuevas entidades encaminadas a realizar operaciones apalancadas, algo que no se producía desde el primer semestre de 2008.

- En lo que se refiere al ámbito geográfico de las inversiones, la actividad de los nuevos vehículos se centró, mayoritariamente, en el ámbito nacional, si bien en algunos casos el área de actividad tuvo carácter regional o comarcal.

El 29 de octubre de 2010 se publicó en el BOE la nueva Circular 3/2010, de 14 de octubre, de la CNMV, sobre procedimientos administrativos de autorización de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras, de autorización de las modificaciones de sus reglamentos y estatutos y de comunicación de los cambios de consejeros y directivos. Esta Circular persigue cuatro objetivos. El primero es establecer la forma de presentación y el contenido mínimo de la documentación que debe acompañar a la solicitud de autorización previa de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras. Asimismo, y en aras de una mayor simplificación administrativa, se habilita a la CNMV para que ponga a disposición de los promotores de estas entidades modelos normalizados permanentemente actualizados en su sede electrónica. El segundo objetivo consiste en establecer el procedimiento y los documentos para la autorización previa, cuando ello sea necesario, de los estatutos sociales de las SCR y de los reglamentos de gestión de los FCR, así como de los estatutos sociales de las SGECR. El tercer objetivo es calificar de escasa relevancia, mediante resolución de carácter general, determinadas modificaciones de los estatutos sociales de las SCR y de los reglamentos de gestión de los FCR. El último objetivo consiste en establecer el procedimiento, los documentos y el plazo máximo para la comunicación de los cambios de consejeros y directivos de las SCR y las SGECR.

## 9.2 Algunos datos relevantes del sector

De acuerdo con las cifras preliminares de la Asociación de Entidades de Capital-Riesgo (ASCRI), la inversión en capital-riesgo en España durante el ejercicio 2010 se situó en 3.435 millones de euros. Esta cifra supuso un incremento del 106% con respecto al año 2009, que se debió a la realización de grandes operaciones apalancadas, todas ellas superiores a los 100 millones de euros. En cambio, en 2009 sólo se registró una operación por encima de este importe.

El apalancamiento de las operaciones cerradas en 2010 fue sensiblemente inferior al alcanzado en el periodo previo a la crisis financiera, en particular a los años 2006 y 2007. Así, durante 2010, los inversores aportaron una mayor proporción de fondos propios que, en ningún caso, fueron inferiores al 50% del capital invertido. El número total de operaciones descendió en 2010 en comparación con 2009, con un total de 823 operaciones frente a las 923 del ejercicio anterior. Sin embargo, se observó un aumento en el volumen medio por operación, debido a la presencia, como se ha mencionado, de varias operaciones por encima de los 100 millones de euros, en concreto seis operaciones.

La captación de fondos experimentó un crecimiento considerable con respecto al ejercicio precedente y alcanzó un importe de 3.070 millones de euros, lo que supuso un aumento del 161,5%. Hay que destacar que una gran parte de estos fondos correspondieron a operadores de ámbito paneuropeo. Por otro lado, es importante mencionar que se registraron en la CNMV dos FCR con importes comprometidos



superiores a los 100 millones de euros y que se produjo una aportación adicional, por un importe de 300 millones de euros, a un FCR, el Fondo de Economía Sostenible promovido por el Gobierno de España.

Entidades financieras  
y servicios de inversión  
Entidades de capital-riesgo

En lo que se refiere a las desinversiones, según los datos de ASCRI, éstas aumentaron en un 61% con respecto a 2009<sup>1</sup>. Sin embargo, los fondos vendedores se están encontrando con dificultades para desinvertir en los mercados mediante ofertas públicas de venta. Como consecuencia de estas dificultades, durante los últimos meses se frustraron algunas operaciones previstas.

---

1 Las desinversiones se realizaron en su práctica totalidad mediante la venta a otros inversores financieros o a grupos industriales.



## **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

El número total de informes de auditoría de las cuentas anuales correspondientes a 2009 recibidos en la CNMV a lo largo de 2010 ascendió a 965, lo que supuso un incremento del 5,5% respecto al año anterior, que se explica por el aumento del 14,9% de los informes correspondientes a fondos de titulización. Sin embargo, el número de informes correspondientes a emisores con acciones admitidas a negociación disminuyó un 3,3%, debido a las exclusiones y fusiones que tuvieron lugar durante el ejercicio. Asimismo, la CNMV recibió un total de 54 informes especiales de auditoría.

En los informes de auditoría correspondientes a las cuentas anuales de 2009 se observa un ligero aumento en el número de informes que contienen alguna salvedad, que supusieron el 6,1% del total (véase el cuadro 10.1). Si se excluyen los fondos de titulización, cuyos informes de auditoría sólo presentaron salvedades en un caso, se aprecia un aumento todavía mayor de los informes con salvedades, que pasaron a representar el 12,7% sobre el total (frente al 11,6% en 2008 y al 6,9% en 2007). La opinión del auditor fue denegada en dos sociedades, que están actualmente en proceso de liquidación y tienen suspendida su cotización.

---

1 Esta información se encuentra disponible en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es), en el «Registro Oficial de las cuentas anuales auditadas», bajo los epígrafes «Consultas a registros oficiales», «Entidades emisoras: Información regulada y otra», «Informes financieros anuales».

2 Véase el 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 €. [...]».

En cuanto al motivo de las salvedades, el mayor número se concentró en los informes de auditoría que contenían algún tipo de incertidumbre, con 57 informes en esta situación (52 en 2008 y 28 en 2007). Sin embargo, mientras que en 2008 el aumento se explicaba, principalmente, por el incremento de las entidades con riesgo significativo de continuidad en sus negocios, en 2009 se produjo un crecimiento en el número de incertidumbres asociadas a la recuperación de activos.

Las limitaciones al alcance son salvedades especialmente preocupantes, porque reflejan que el auditor no ha dispuesto de información suficiente para formarse una opinión fundada. Inicialmente, con respecto a las cuentas de 2009, se registraron nueve informes de auditoría con limitaciones al alcance, correspondientes a seis emisores de valores. Sin embargo, tras los requerimientos remitidos por la CNMV, y 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. En uno de los casos, la situación que dio lugar a la limitación al alcance derivó en una salvedad por incumplimiento de los principios de contabilidad generalmente aceptados y en una incertidumbre.

El número de informes de auditoría con errores o incumplimientos en relación con los principios y normas de contabilidad generalmente aceptados (opinión con excepciones) se mantuvo con respecto al ejercicio anterior.

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

CUADRO 10.1

	Ejercicio 2007		Ejercicio 2008		Ejercicio 2009	
	Número	%	Número	%	Número	%
<b>Auditorías recibidas en la CNMV</b>	<b>875</b>	<b>100</b>	<b>915</b>	<b>100</b>	<b>965</b>	<b>100</b>
Cuentas individuales	671	76,7	721	78,8	776	80,4
Cuentas consolidadas	204	23,3	194	21,2	189	19,6
Informes especiales O.M. 30/9/92	34		56		54	
<b>Opinión de la auditoría</b>						
Opinión favorable	840	96,0	860	94,0	906	93,9
Opinión con excepción por uniformidad	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Opinión con otras salvedades	35	4,0	55	6,0	59	6,1
<b>Tipos de salvedades, excluidas las excepciones por uniformidad</b>						
Auditorías con excepciones	11	1,3	6	0,7	6	0,6
Auditorías con incertidumbres y otras	28	3,2	52	5,7	57	5,9
Auditorías con limitaciones al alcance	3	0,3	6	0,7	4	0,4
<b>Efectos de las excepciones</b>						
<b>Efectos sobre los resultados de las excepciones</b>						
Auditorías con efectos positivos	2	0,2	2	0,2	0	0,0
Auditorías con efectos negativos	7	0,8	0	0,0	4	0,4
<b>Efectos sobre el patrimonio de las excepciones</b>						
Auditorías con efectos positivos	0	0,0	0	0,0	2	0,2
Auditorías con efectos negativos	1	0,1	2	0,2	0	0,0
<b>Naturaleza de las incertidumbres y otras</b>						
Continuidad del negocio	12	1,4	35	3,8	34	3,5
Contingencias fiscales	1	0,1	3	0,3	2	0,2
Recuperación de activos	8	0,9	19	2,1	25	2,6
Contenciosos y litigios	5	0,6	5	0,5	1	0,1
Otras incertidumbres	4	0,5	9	1,0	17	1,8
Denegación de opinión u opinión adversa	5	0,6	3	0,3	2	0,2

Fuente: CNMV.

## Actuaciones de la CNMV

La Ley del Mercado de Valores encomienda a la CNMV la tarea de comprobar que la información periódica regulada, incluidos los informes financieros anuales, se elabora de conformidad con la normativa aplicable. Para el ejercicio de esta función, se faculta a la CNMV para exigir a las entidades cotizadas la publicación de informaciones adicionales, conciliaciones, correcciones o, en su caso, reformulaciones de la información financiera publicada.

En este proceso es habitual que la CNMV se dirija a los emisores por escrito, solicitándoles mayor información sobre asuntos concretos. Los requerimientos remitidos a los emisores en el ejercicio 2010, por salvedades o ampliación de información sobre los informes financieros anuales correspondientes al ejercicio 2009, se dirigieron a un total de 96 entidades.

Para su labor supervisora sobre los informes financieros anuales, la CNMV establece dos niveles de revisión. En primer lugar, todos los informes recibidos en la CNMV se someten a una revisión formal, que en las cuentas anuales e informes de gestión del ejercicio 2009 se centró, al menos, en los siguientes aspectos: i) las declaraciones de responsabilidad sobre el contenido de los informes financieros anuales; (ii) la inclusión en el informe de gestión del Informe Anual de Gobierno Corporativo; (iii) el desglose sobre la gestión de capital; (iv) el seguimiento de las cuestiones detectadas en revisiones anteriores; (v) el deterioro de los activos disponibles para la venta de las entidades de crédito; y (vi) las diferencias entre las cuentas anuales y la información financiera del segundo semestre previamente remitida.

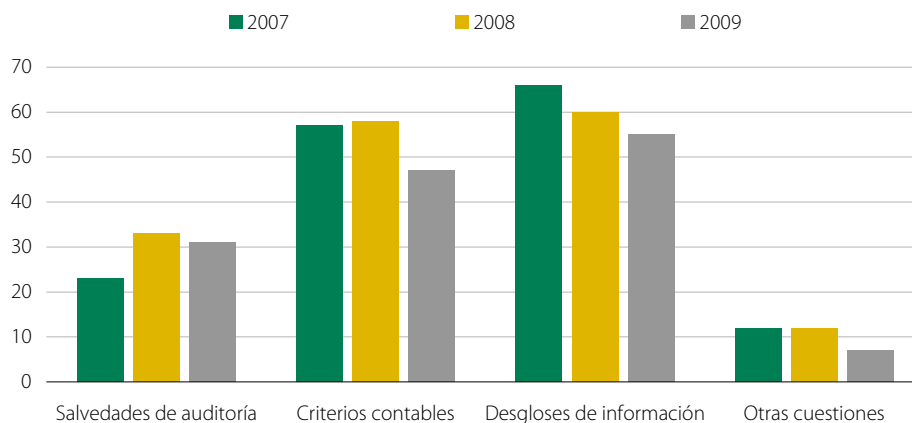
En este ejercicio se incrementó, en casos concretos, la profundidad de las revisiones formales. De hecho, a 26 de las 37 sociedades a las que se dirigieron requerimientos en este nivel de revisión se les solicitó que ampliaran la información sobre cuestiones relativas a políticas contables y desgloses.

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.

La revisión sustantiva realizada sobre las cuentas anuales y el informe de gestión de las sociedades emisoras dio lugar al envío de requerimientos a 59 entidades en relación con salvedades de auditoría, omisiones de información, aclaraciones de criterios contables y métodos de valoración aplicados, cuya distribución y evolución en los últimos tres ejercicios quedan reflejadas en el gráfico 10.1.

### Revisiones sustantivas: número de requerimientos según motivo

GRÁFICO 10.1



Fuente: CNMV.

Cabe destacar que en el informe anual sobre la supervisión de las cuentas anuales del ejercicio 2008 se desglosaron las áreas en las que se iba a centrar la revisión de los informes financieros anuales del ejercicio 2009. En el cuadro 10.2 se incluye la relación de requerimientos que se realizaron respecto a dichas materias.

### Información requerida sobre políticas contables y desgloses de información

CUADRO 10.2

Nº de requerimientos	Criterios contables	Desgloses de información
Criterios de valoración de instrumentos financieros y principales riesgos e incertidumbres (NIIF-7, NIC-32, NIC-39)	34	39
Combinaciones de negocios y consolidación (NIIF-3, NIC-27, NIC-28, NIC-31)	18	19
Valoración de existencias e inversiones inmobiliarias (NIC-2, NIC-40)	3	13
Impuesto sobre sociedades (NIC-12)	7	25
Criterios de reconocimiento de ingresos y grado de avance (NIC-18, NIC-11)	7	3
Operaciones con partes vinculadas (NIC-24)	–	3
Registro del deterioro de activos (NIC-36)	20	30

Fuente: CNMV.

Adicionalmente, se remitieron 36 requerimientos relacionados con los 508 informes de fondos de titulización recibidos correspondientes al ejercicio 2009.

En el proceso de revisión de las cuentas anuales, la CNMV mantuvo reuniones de trabajo con 55 entidades cotizadas, con las cuatro principales firmas de auditoría y con las siete gestoras de fondos de titulización registradas en la CNMV.

Para facilitar la difusión de la información financiera, la CNMV pone a disposición del público, a través de su sitio de Internet ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)), 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, las informaciones adicionales que los emisores envían en 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 siguiente.

En el caso de una entidad emisora, la CNMV exigió la reformulación de las cuentas consolidadas de 2009, así como la rectificación de la información pública periódica consolidada de dicho ejercicio, al detectar incumplimientos de los principios de reconocimiento y valoración recogidos en la normativa vigente, con un elevado impacto material. Asimismo, en otros cinco emisores se identificaron incumplimientos de los principios de reconocimiento y valoración que, por su materialidad, no requirieron la reformulación de las cuentas anuales, pero que deberán subsanarse en las cuentas anuales del ejercicio 2010 mediante la modificación de la información que figura como comparativa.

### 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>3</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 a la de las cuentas anuales y se realiza durante el mes siguiente a su recepción en la CNMV. Los trabajos de revisión exigieron contactos telefónicos con 47 entidades para pedir aclaraciones o corregir errores en los estados financieros del segundo semestre de 2009, y con 29 sociedades sobre el informe financiero del primer semestre de 2010. Adicionalmente, se remitieron un total de 15 requerimientos por escrito para ampliar o modificar la información publicada.

Debe señalarse que un 33,7% de los emisores, frente a un 35,1% el año anterior, sometieron sus cuentas anuales resumidas del primer semestre de 2010 a auditoría completa o a revisión limitada por parte de los auditores. Este porcentaje se eleva al 82,3% (76,5% en 2009) si se consideran únicamente las entidades que forman parte del Ibex 35. De las entidades que sometieron sus estados financieros a algún tipo de revisión por parte del auditor, sólo seis presentaban salvedades en sus informes. Estas salvedades ya habían sido incluidas en los informes de auditoría de las cuentas anuales del ejercicio 2009.

### 10.1.3 Novedades en la regulación

La Circular 2/2009, publicada en marzo de 2009, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de titulización, contenía un marco genérico para el deterioro

---

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

del valor de los activos financieros similar al previsto en el Plan General de Contabilidad, que no incluía calendarios específicos de dotación en función de la morosidad. El 1 de marzo de 2010 se promulgó la Ley 2/2010, que modifica el artículo 12 del texto refundido de la Ley del Impuesto de Sociedades, con la que se convalida para los fondos de titulización de activos (FTA) el régimen fiscal de deterioro que ya existía para las entidades de crédito. En octubre de 2010, la CNMV aprobó la Circular 4/2010, en la que ya sí se incluye el citado régimen de deterioro, con las salvedades y excepciones propias de las características de los fondos de titulización.

En materia de control interno, la CNMV aprobó en junio de 2010 el documento «Control interno sobre la información financiera en las entidades cotizadas», resultado de una iniciativa de la CNMV por la que se creó un grupo de expertos externos (GTCI) que contó con el apoyo de los servicios de la Comisión. Entre las iniciativas legislativas necesarias para el desarrollo de las propuestas efectuadas por el citado grupo figura la inclusión en el Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC) de un apartado para informar sobre sus sistemas de control interno de la información financiera (SCIIF). Para ello en la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible se recoge la ampliación del contenido mínimo del IAGC, que a partir del 1 de enero de 2011 pasa a requerir una descripción de las principales características de los sistemas internos de control y gestión de riesgos en relación con el proceso de emisión de información financiera.

Dicho cambio normativo supondrá para la CNMV, tras la habilitación pertinente, el inicio de las actuaciones necesarias para modificar el modelo de IAGC a través de la correspondiente circular, incorporando, entre otros aspectos, las recomendaciones del grupo de trabajo en relación con el SCIIF.

El GTCI recomendó que el auditor externo se involucrara a través de una revisión de alcance limitado sobre la descripción del SCIIF, asumiendo que las entidades deberían informar de los motivos para no hacerla. Actualmente está en curso la preparación de una guía de actuación por parte de las corporaciones profesionales de auditores que, una vez finalizada, será publicada en la página web de la CNMV.

Por otra parte, la Ley 12/2010, de 30 de junio, por la que se modifica la Ley de Auditoría de Cuentas, 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 de los sistemas de gestión de riesgos. El documento del GTCI incluye una guía voluntaria para desarrollar las funciones del Comité de auditoría como supervisor del SCIIF.

## **10.2 Información referida a accionistas significativos, consejeros, directivos y autocartera**

La información a la que se refiere este apartado está regulada por el 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 (Real Decreto de Transparencia), y por el 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 (Real Decreto de Abuso de Mercado).

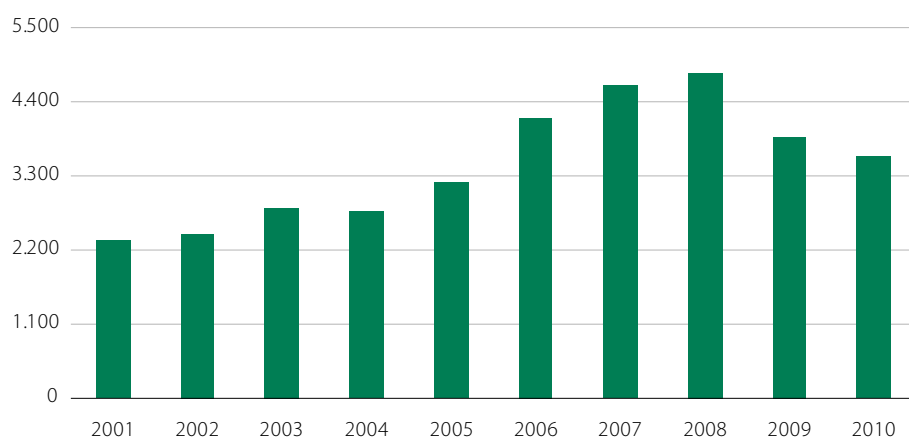
Durante el ejercicio 2010 se validaron un total de 3,575 notificaciones, lo que supone un descenso del 8,1% respecto a 2009 (véase el gráfico 10.2). El progresivo descenso del número de comunicaciones recibidas se debe, en parte, a la evolución del número de sociedades cotizadas, que ha disminuido entre 2008 y 2010.

Las notificaciones validadas representan el 87% de las remitidas (4.111), mientras que las restantes fueron anuladas o sustituidas, en su caso, por nuevas comunicaciones. El número de notificaciones erróneas anuladas se redujo un 28,3% respecto al año 2009.

En cuanto a la distribución de las notificaciones registradas, el 68% correspondieron a consejeros (el 71% en 2009), el 16% a accionistas significativos no consejeros (el 14% en 2009) y el 11% a directivos, porcentaje similar al de 2009. Asimismo, como en 2009, el 5% restante correspondió a las operaciones de autocartera.

### Número de notificaciones registradas

GRÁFICO 10.2



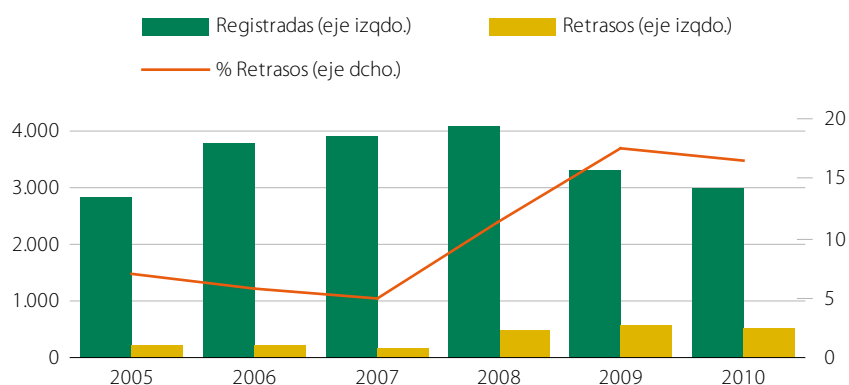
Fuente: CNMV.

El número de comunicaciones recibidas fuera de plazo durante 2010 ascendió a 561 (el 17% del total), de las cuales el 89% corresponden 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 modo significativo durante los dos últimos años, estabilizándose en 2010. Durante el pasado ejercicio, la CNMV envió un total de 121 escritos a los sujetos obligados, solicitando explicaciones por la demora. De acuerdo con las respuestas recibidas, el 74% de los sujetos requeridos alegó errores de interpretación de la normativa, fundamentalmente asociados a la reducción del plazo de presentación o a fallos administrativos o de control interno<sup>4</sup>. El resto alegó diversos motivos.

4 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 de consejeros y accionistas significativos presentadas con demora

GRÁFICO 10.3



Fuente: CNMV.

### 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, el umbral sujeto a notificación se reduce al 1% y sus respectivos múltiplos. En 2010 se presentaron 564 notificaciones de este tipo, que afectaban a 98 sociedades cotizadas y correspondían a 216 accionistas distintos. El cuadro 10.3 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 10.3

	Derechos de voto			
	Menos del 5%	Entre el 5% y el 30%	Entre el 30% y el 50%	Más del 50%
Ibex 35	215	30	1	4
Más de 1.000 millones de euros	27	37	2	3
Menos de 1.000 millones de euros	124	105	1	7
Excluidas	7	-	-	1
<b>Total</b>	<b>373</b>	<b>172</b>	<b>4</b>	<b>15</b>
% sobre el total	66	30	1	3

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 2010 se recibieron 15 notificaciones de este tipo (frente a diez en 2009), presentadas por seis accionistas y que afectaban a ocho sociedades cotizadas. En cinco casos, los instrumentos financieros correspondían a opciones de compra pendientes de ejercitar al cierre de 2010. El resto de instrumentos comunicados durante el año ya no están vigentes.

## Notificaciones referidas a los consejeros

El Real Decreto de 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 10.4, el número de notificaciones referidas a los derechos de voto correspondientes a los consejeros (2.182) experimentó un descenso del 17% respecto al año anterior, al igual que el número de sociedades (136) y de consejeros afectados (766).

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

CUADRO 10.4

	Emisores			Notificaciones			Consejeros		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Ibex 35	33	34	34	743	865	823	294	286	255
Más de 1.000 millones de euros	15	14	14	341	219	277	122	96	105
Menos de 1.000 millones de euros	106	90	85	1.632	1.259	1.064	540	485	391
Excluidas / Otros	9	3	3	138	22	18	43	15	15
<b>Total</b>	<b>163</b>	<b>141</b>	<b>136</b>	<b>2.854</b>	<b>2.365</b>	<b>2.182</b>	<b>999</b>	<b>882</b>	<b>766</b>

Fuente: CNMV.

Las comunicaciones sobre instrumentos financieros también disminuyeron un 4%. En total, se recibieron 242 notificaciones de este tipo, que afectaban a 29 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 2010 se recibieron 28 notificaciones de este tipo (25 en 2009), correspondientes a once sociedades (nueve en 2010).

## Notificaciones referidas a los directivos

El Real Decreto de Abuso de Mercado obliga a los directivos de las sociedades cotizadas a notificar todas las adquisiciones o transmisiones que efectúen tanto de forma directa como indirecta, a través de terceros con vínculos estrechos o de instrumentos financieros cuyo subyacente esté formado por acciones de la sociedad cotizada donde ocupan el cargo. Por otro lado, los directivos no están obligados a informar de la posición final. En 2010 se recibieron 392 notificaciones de directivos, que afectaron a 48 sociedades, cifras prácticamente iguales a las del año anterior (390 notificaciones y 48 sociedades).

## 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 domi-

ciliado en la Unión Europea, para el que España sea Estado Miembro 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 2010 se han validado un total de 180 notificaciones de operaciones con acciones propias (212 en 2009) que afectaron a 61 emisores (70 en 2009), lo que significa un descenso del 15% respecto a 2009. El cuadro 10.5 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 10.5

	Total notificaciones	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	88	44	24	10	3	2	5
Más de 1.000 millones de euros	14	7	2	3	2	-	-
Menos de 1.000 millones de euros	77	31	13	8	6	8	11
Excluidas	1	-	1	-	-	-	-
<b>Total</b>	<b>180</b>	<b>82</b>	<b>40</b>	<b>21</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>16</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 2010 se recibieron un total de once comunicaciones sobre pactos parasociales (22 en 2009), que afectaron a sendas sociedades cotizadas (15 en 2009). Dos informaban de la finalización de acuerdos anteriores, otras dos se referían a la modificación de pactos preexistentes y otra comunicaba el inicio de un procedimiento ante una cámara de arbitraje por conflicto entre las partes. Las seis comunicaciones restantes se referían a nuevos pactos entre accionistas que afectaban a seis sociedades cotizadas.

### 10.3 Gobierno corporativo

En el año 2010, 156 sociedades anónimas cotizadas, 43 cajas de ahorro y otros 23 emisores de renta fija presentaron el Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC) del ejercicio 2009. En general, no se han producido incidencias en el envío y recepción telemática de los informes, si bien se ha requerido a seis 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 uno de los primeros supervisores en el ámbito internacional en publicar este tipo de informes.

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

Los aspectos más relevantes de las prácticas de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas son los que se detallan a continuación.

#### Seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno

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

- (i) En promedio, las sociedades cotizadas cumplieron el 77% (idéntico porcentaje que en 2008) de las recomendaciones del Código y, adicionalmente, de forma parcial, otro 10%, el mismo porcentaje que en 2008. Por tanto, a nivel agregado, no siguieron, ni siquiera de forma parcial, el 13% de las recomendaciones que les son aplicables. Las sociedades del Ibex mantuvieron, en promedio, un porcentaje de incumplimiento inferior a la mitad del registrado por el resto de sociedades.
- (ii) Como en ejercicios anteriores, las recomendaciones menos seguidas fueron las relativas al régimen de aprobación y transparencia de las retribuciones de los consejeros. El grado de seguimiento de esta categoría fue del 63%, como en 2008, pero 14 puntos porcentuales menos que la media del Código Unificado.

Sólo dos recomendaciones del Código, ambas relativas a la transparencia de las retribuciones de los consejeros, fueron seguidas por menos de un tercio de las sociedades cotizadas. Se trata de la recomendación 40 –según la cual el Consejo debería someter a la Junta un informe sobre la política de retribuciones de los consejeros– y la 41 –que establece que en la memoria se detallan las retribuciones individuales–, cuyo seguimiento fue del 21% (como en 2008) y del 28% (31% en 2008), respectivamente. De acuerdo con la Ley de Economía Sostenible, estas dos recomendaciones pasarán a ser obligatorias a partir de 2012.

#### Consejo de administración y consejeros

El tamaño del Consejo se situó entre tres y 24 miembros. Al igual que en 2008, la media ascendió a 10,4 consejeros, manteniéndose dentro del rango recomendado por el Código Unificado.

En los últimos cuatro años se ha venido apreciando un ligero aumento del peso de los consejeros externos en detrimento de los ejecutivos. A nivel agregado, la proporción de consejeros independientes se situó por debajo del mínimo de un tercio que recomienda el Código Unificado. Los independientes mantuvieron su peso en el

Consejo, en torno al 30,5% desde 2005 y, en línea con los años anteriores, disminuyó el porcentaje de independientes con antigüedad inferior a doce años.

Por otro lado, la representación de las consejeras independientes fue del 13% en 2009, frente a un 12% en 2008. También aumentó el porcentaje de presidentes independientes en el Comité de auditoría y en la Comisión de nombramientos, en tres y seis puntos porcentuales, respectivamente.

Durante 2009 se registró un incremento de la presencia femenina en los consejos de las sociedades cotizadas, hasta superar ligeramente el 9% del total de consejeros, frente al 8% en 2008. Al cierre del ejercicio, el 42% de las sociedades cotizadas no contaban con ninguna mujer en su Consejo de administración, frente al 46% en 2008.

El peso de las mujeres en los consejos de las compañías del Ibex alcanzó el 10%, ligeramente por debajo de la media de las empresas europeas de mayor tamaño (11%) y superando en 1,5 puntos porcentuales la cifra registrada el año anterior. El peso medio de la presencia femenina en los consejos de las mayores sociedades cotizadas españolas se sitúa en el puesto 21 (sobre 27) de la Unión Europea.

El porcentaje de mujeres ejecutivas permanece por debajo de la media de mujeres en los consejos y, en 2009, se situó cerca del 4%, con muy poca variación respecto al año anterior.

La antigüedad de los miembros del Consejo, en promedio, se mantuvo a lo largo de 2009 sin grandes cambios. Los consejeros ejecutivos fueron los que acumulaban mayor antigüedad. En concreto, el diferencial entre la antigüedad de los ejecutivos frente a la media del Consejo se incrementó hasta 2,5 años (2,1 en 2008).

Los presidentes de los consejos de administración de las sociedades cotizadas eran mayoritariamente ejecutivos (71% en 2009, frente al 68% en 2008). En 91 sociedades (28 del Ibex), tres menos que en el ejercicio anterior, la condición de presidente y primer ejecutivo recayó en la misma persona.

En 2009 el promedio de reuniones anuales del Consejo aumentó muy ligeramente respecto a 2008, situándose cercano a diez. Para las compañías del Ibex, el promedio estuvo cercano a las once reuniones, frente a poco más de diez en 2008.

### Comisiones delegadas

Un total de 60 sociedades –66 en 2008– tenían constituida en 2009 una comisión delegada con funciones ejecutivas. El peso de los ejecutivos es mayor en la comisión ejecutiva que en el Consejo y el diferencial de representación se ha mantenido constante en los últimos años.

El tamaño medio de los comités de auditoría representa el 34% del tamaño medio del Consejo. Respecto a 2008, se incrementó el porcentaje de sociedades cuyos comités estaban presididos por independientes y en los que todos sus miembros eran consejeros externos.

Por otro lado, aumentó ligeramente el número de compañías que tenían constituida la comisión de nombramientos y retribuciones (132 compañías, casi el 85% del total). En



promedio, esta comisión está formada por 3,6 consejeros, igual número que en 2008, lo que representa en torno al 29% de los miembros del Consejo de administración.

### Retribuciones del Consejo y de la alta dirección

La retribución media percibida por Consejo ascendió a 3,1 millones de euros, un 8,3% más que en 2008. El promedio por consejero se situó en 291.725 euros anuales, lo que supone un incremento de un 7%.

Estos incrementos se debieron, principalmente, a las indemnizaciones por cese pagadas durante 2009. En concreto, una sociedad pagó 29,7 millones de euros por la indemnización y prejubilación de tres de sus consejeros. Descontando este importe, el incremento medio del gasto por Consejo se habría situado en el 1,5%, y el promedio por consejero en un 0,3%.

La remuneración media por consejero ejecutivo aumentó un 11,7% (un 1,7% descontado el efecto de las indemnizaciones) y alcanzó los 1,1 millones de euros en 2009.

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

En 2009 la retribución fija media por Consejo continuó aumentando, aunque a menor ritmo que en años anteriores. La tasa de variación, en promedio, fue del 0,8%, frente al 6,5% del año anterior.

Un total de 84 sociedades (91 en 2008) devengaron retribuciones variables en 2009. La retribución media por Consejo fue de 1,3 millones de euros, incrementándose un 9,1% sobre el ejercicio anterior (1,2 millones).

En el ejercicio 2009, el número de miembros de la alta dirección ascendía a 1.216 (1.226 en 2008) y su retribución media se situó en 416.590 euros, lo que representa un incremento del 1,3% sobre el año anterior.

### Junta general de accionistas

El porcentaje medio de asistencia a las juntas generales de accionistas en 2009 se situó en el 74,9% del capital social (74,3% en 2008). Se observó un descenso de la participación con presencia física y un aumento de la participación mediante representación y voto a distancia.

Un total de 14 compañías, al igual que en el ejercicio 2008, tenían establecido en sus estatutos límites al ejercicio de los derechos de voto en las juntas. La mitad de estas compañías lo fijaron en el 10%.

El 56% de las sociedades cotizadas (el 57% en 2008) exigieron un número mínimo de acciones para poder asistir a la Junta general.

## Aplicación del principio de cumplir o explicar

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 escritos a 24 sociedades (34 en 2009). Al igual que en el año anterior, en estos escritos se solicitó información o aclaraciones adicionales sobre 28 de las 58 recomendaciones del Código. Las recomendaciones con mayor porcentaje de incidencias fueron prácticamente las mismas que el año anterior (véase el cuadro 10.6)

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

CUADRO 10.6

Área a la que se refiere la recomendación	Nº de sociedades	
	2009	2010
Estatutos y Junta general	6	6
Consejo de administración	36	41
Consejeros	19	15
Retribuciones	13	18
Comisiones	18	20

Fuente: CNMV.

En el 29% de los casos se requirió un mayor desarrollo de las explicaciones dadas por las sociedades para mejorar la calidad de la información sobre la falta de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado. Un 21% de los requerimientos pedían aclaraciones sobre el grado de seguimiento de algunas recomendaciones y el 50% incluían solicitudes de información tanto sobre las recomendaciones seguidas por las sociedades como sobre las explicaciones de las no seguidas.

Un total de nueve compañías modificaron la información del IAGC sobre el grado de seguimiento de las recomendaciones en el sentido indicado por la CNMV o incluyeron explicaciones que justificaban la falta de seguimiento de las recomendaciones, mediante el envío de un nuevo IAGC.

El resto de las sociedades requeridas optaron por enviar un escrito de rectificación o ampliación de información, que se publicó en la página web de la CNMV como información complementaria a su IAGC, siguiendo un procedimiento similar al empleado para las cuentas anuales.

En general, durante el ejercicio de 2009, se observó una cierta mejoría en la calidad de la información ofrecida por las sociedades sobre las recomendaciones menos seguidas del Código Unificado, puesto que disminuyó el porcentaje de explicaciones excesivamente genéricas o redundantes desde un 53% en 2008 hasta un 44%.

### Calificación de los miembros del Consejo de administración

Como en años anteriores, desde que se aplica el Código Unificado, se analizó el cumplimiento de las definiciones vinculantes de las distintas tipologías de consejeros, en especial la de consejero independiente. La revisión de 263 (309 en 2009) consejeros calificados como independientes, en una muestra de 60 sociedades, puso de mani-

fiesto algunas situaciones que podrían cuestionar la adecuada calificación de cinco consejeros (25 en 2009). Esto dio lugar al envío de requerimientos a cuatro sociedades (15 en 2008), solicitando información adicional, aclaraciones o, en su caso, la publicación de un escrito con la nueva calificación. El cuadro 10.7 ofrece un resumen estadístico de las condiciones de las que depende 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.

**Requerimientos de la CNMV relacionados con la definición vinculante de consejero independiente en el CUBG** CUADRO 10.7

Descripción de la condición incumplida	Nº sociedades requeridas		Nº consejeros afectados	
	2009	2010	2009	2010
Que hubieran sido propuestos, ya fuera para su nombramiento o renovación, por la Comisión de nombramientos	3	-	6	-
Que no mantuvieran o hubieran mantenido durante el último año una relación de negocios importante con un accionista significativo o su grupo, ya fuera en nombre propio o como accionistas significativos, consejeros o altos directivos de la sociedad relacionada	7	-	10	-
Que no mantuvieran o hubieran mantenido durante el último año una relación de negocios importante con la sociedad o su grupo, ya fuera en nombre propio o como accionistas significativos, consejeros o altos directivos de la sociedad relacionada	-	2	-	2
Que fueran consejeros ejecutivos o altos directivos de otra sociedad distinta en la que algún consejero ejecutivo o alto directivo de la sociedad fuera consejero externo	1	-	1	-
Que hubieran sido empleados o consejeros ejecutivos de sociedades del grupo, salvo que hubieran transcurrido tres o cinco años desde entonces	3	2	6	2
Que hubieran sido consejeros ejecutivos de una filial de un accionista significativo, salvo que hubieran transcurrido cinco años desde el cese de esa relación.	1	-	1	-
Se consideran consejeros dominicales quienes representen a accionistas significativos. Se presume que un consejero representa a un accionista significativo cuando es consejero de dicho accionista	1	1	1	1

Fuente: CNMV.

En ninguno de los casos objeto de requerimiento fue necesario exigir la publicación de información adicional, al constatarse que las relaciones del consejero no cuestionaban el adecuado cumplimiento de la definición vinculante de consejero independiente.

### Transparencia de las operaciones con partes vinculadas

El importe de las operaciones vinculadas realizadas por las sociedades cotizadas durante el primer semestre de 2010 ascendió a 259.101 millones de euros, lo que supuso un incremento de un 0,7% con respecto al mismo periodo del año anterior. Un 54% (un 49% en el primer semestre de 2009) de estas operaciones fueron realizadas con accionistas significativos; un 34% (un 36% en el primer semestre de 2009) con personas, sociedades o entidades del grupo; un 1% (como en el primer semestre de 2009) con administradores y directivos; y el resto con otras partes vinculadas. El cuadro 10.8 muestra los diferentes tipos de transacciones realizadas por las sociedades cotizadas en el primer semestre de 2010, desglosadas por partida y según la naturaleza de la parte vinculada.

Millones de euros

	Accionistas significativos		Administradores y directivos		Personas, sociedades o entidades del grupo		Otras partes vinculadas	
	Importe	% 1S 10/09	Importe	% 1S 10/09	Importe	% 1S 10/09	Importe	% 1S 10/09
Gastos financieros	652	-30,0	12	5,0	102	-58,4	198	-41,1
Arrendamientos	46	-0,9	0		5	-14,5	6	19,8
Recepción de servicios	242	-39,6	42	101,5	904	26,9	122	52,9
Compra de bienes (terminados o en curso)	1.955	2,1	16	121,7	3.384	29,7	32	-5,1
Otros gastos <sup>1</sup>	420	18,9	70	119,2	98	-5,4	84	-6,0
<b>Total gastos</b>	<b>3.314</b>	<b>-9</b>	<b>140</b>	<b>94</b>	<b>4.492</b>	<b>22</b>	<b>442</b>	<b>-19</b>
Ingresos financieros	779	-16,9	6	-49,1	827	-17,5	351	-3,0
Dividendos recibidos	123	99,1	14	-7,3	286	15,6	135	-29,0
Prestación de servicios	1.119	-3,1	11	125,0	719	63,8	258	268,6
Venta de bienes (terminados o en curso)	1.009	-5,7	5	55,7	1.863	35,2	24	-70,2
Otros ingresos <sup>2</sup>	1.113	730,9	0	-96,2	183	-10,2	56	-94,4
<b>Total ingresos</b>	<b>4.144</b>	<b>23</b>	<b>36</b>	<b>-5</b>	<b>3.878</b>	<b>19</b>	<b>824</b>	<b>-52</b>
Créditos y aportaciones de capital	32.673	24,6	238	-62,4	14.612	-2,0	9.317	21,8
Préstamos y aportaciones de capital	44.441	18,1	862	4,0	3.972	11,2	13.587	-7,3
Garantías y avales prestados	5.540	155,6	333	62,3	1.841	-23,5	1.514	-54,3
Garantías y avales recibidos	15.753	14,7	276	-3,9	6.021	-20,9	19	-78,6
Compromisos adquiridos	10.000	76,2	18	7,5	42.703	-8,9	93	-95,2
Dividendos y otros beneficios	1.589	-80,3	19	-58,2	12	-0,3	108	8,5
Otras operaciones <sup>3</sup>	21.419	-18,7	107	-86,3	10.543	13,2	4.218	-29,2
<b>Total otras transacciones</b>	<b>131.415</b>	<b>10</b>	<b>1.853</b>	<b>-34</b>	<b>79.704</b>	<b>-6</b>	<b>28.857</b>	<b>-14</b>
<b>Total</b>	<b>138.874</b>	<b>9,5</b>	<b>2.029</b>	<b>-30,2</b>	<b>88.075</b>	<b>-3,9</b>	<b>30.124</b>	<b>-16,3</b>
<b>% sobre total</b>	<b>53,6</b>		<b>0,8</b>		<b>34,0</b>		<b>11,6</b>	

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

Un 46% (41% en el primer semestre de 2009) de las operaciones vinculadas se produjeron por acuerdos de financiación (22% por créditos y 24% por préstamos).

Las mayores variaciones con respecto al primer semestre del año anterior corresponden a las partidas de prestación de servicios y compra de bienes. En cuanto a las variaciones negativas, cabe destacar las disminuciones producidas en dividendos y gastos financieros.

En cuanto al número de sociedades que comunicaron operaciones con partes vinculadas en la información financiera periódica, 124 sociedades comunicaron 506 operaciones con accionistas significativos, 95 sociedades declararon 279 operaciones con administradores y directivos, 102 declararon 482 operaciones con personas o entidades del grupo y 96 realizaron 346 operaciones con otras partes vinculadas.

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

Desde la entrada en vigor de la Disposición Adicional Decimoctava de la Ley del Mercado de Valores (2003), la constitución y composición de los comités de auditoría de todas las sociedades cotizadas se revisan con carácter anual, siendo los requisitos verificados y los resultados obtenidos los siguientes:

- (a) Miembros del Comité de auditoría: la gran mayoría de las sociedades cotizadas cumplían con los requisitos legales sobre la composición del Comité de auditoría. De las ocho sociedades que presentaron incidencias todavía pendientes de regularizar, en una de ellas la mayoría de los miembros del Comité de auditoría eran consejeros ejecutivos y, en el resto, dicho comité estaba compuesto por menos de tres miembros.
- (b) Presidente del Comité de auditoría: todas las sociedades que debían renovar o sustituir al presidente durante 2010 comunicaron los nuevos nombramientos a través de un hecho relevante o mediante escrito a la CNMV. Una sociedad tiene pendiente el nombramiento de un nuevo presidente desde que cesó el anterior por cumplimiento del plazo legal.

### 10.4 Hechos relevantes recibidos en la CNMV

El número de comunicaciones de información relevante a la CNMV efectuadas en el año 2010 fue de 11.033, con una disminución del 15% respecto al ejercicio 2009. El cuadro 10.9 presenta la distribución por tipos de las comunicaciones recibidas.

Las comunicaciones realizadas sobre «instrumentos financieros» eran las más numerosas, superando el 60% del total de las comunicaciones en 2010, seguidas por las efectuadas sobre «negocio y situación financiera», que representaban algo más del 20% del total.

En términos de crecimiento, experimentaron un aumento significativo las comunicaciones de «operaciones corporativas» (de un 41% respecto a 2009) y las relativas a «negocio y situación financiera» (de un 10%). Por el contrario, disminuyeron las comunicaciones de «instrumentos financieros» (un 26%) y las de «gobierno corporativo y convocatorias oficiales» (un 4%).

En el capítulo de «instrumentos financieros» cabe destacar los incrementos superiores al 20% en las comunicaciones de «aumentos y reducciones del capital social» y en las «comunicaciones de posiciones cortas», así como una disminución superior al 75% en las «suspensiones y levantamientos de negociación».

Las variaciones más acusadas se produjeron dentro del capítulo «negocio y situación financiera». En particular, las comunicaciones del apartado «situaciones concursales» experimentaron una caída superior al 90%, mientras que las correspondientes a «otros sobre negocio y situación financiera» se multiplicaron casi por siete. Dentro de este mismo capítulo, las comunicaciones relativas a «acuerdos estratégicos con terceros» se triplicaron.

## Hechos relevantes recibidos en la CNMV

CUADRO 10.9

Tipo	2009	2010	% var. 10/09
<b>Instrumentos financieros</b>			
Aumentos y reducciones del capital social	149	181	21,48
Ofertas públicas de suscripción y venta	230	146	-36,52
Información sobre dividendos	161	170	5,59
Comunicación de posiciones cortas	173	209	20,81
Suspensiones y levantamientos de negociación	322	60	-81,37
Calificaciones crediticias	129	111	-13,95
Fondos de titulización	5.986	4.880	-18,48
Otros	1.932	983	-49,12
<b>Negocio y situación financiera</b>			
Información financiera intermedia	1.401	849	-39,40
Situaciones concursales	418	26	-93,78
Otros	203	1.358	568,97
<b>Operaciones corporativas</b>			
Transformaciones, fusiones, escisiones y disoluciones	61	86	40,98
Acuerdos estratégicos con terceros	77	244	216,88
Transmisiones y adquisiciones de participaciones societarias	210	205	-2,38
Otros	149	165	10,74
<b>Gobierno corporativo y convocatorias oficiales</b>			
Convocatorias y acuerdos de juntas y asambleas generales	550	649	18,00
Composición del Consejo de administración	213	198	-7,04
Informe Anual de Gobierno Corporativo	233	231	-0,86
Otros	415	282	-32,05
<b>Total</b>	<b>13.012</b>	<b>11.033</b>	<b>-15,21</b>

Fuente: CNMV.

# 11 Supervisión de los mercados

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

La CNMV tiene encomendada la supervisión de los mercados secundarios de valores y de productos derivados, así como del proceso de postnegociación, con el objetivo de asegurar su correcto funcionamiento y detectar y perseguir las prácticas de abuso de mercado.

En 2010, el número de operaciones de renta variable experimentó un aumento del 28% respecto a 2009, debido a la recuperación de la actividad bursátil y al descenso del tamaño medio de las operaciones, que refleja una tendencia que también se observa en otros países europeos. También se produjo un aumento notable, del 15,7%, en el número de operaciones en derivados, mientras que el de renta fija disminuyó casi un 32%. En conjunto, el número de operaciones en los mercados supervisados por la CNMV se incrementó en un 26%, con el consiguiente aumento de la carga supervisora.

Como se aprecia en el cuadro 11.1, el mercado de renta variable concentró la mayor parte de los requerimientos remitidos por la CNMV en el ejercicio de su función supervisora sobre los mercados de valores. En 2010 se produjo una reducción del 6% respecto a 2009 en el número de requerimientos remitidos a las entidades de crédito y empresas de servicio de inversión para recabar información sobre alguna de sus operaciones. El descenso es atribuible al efecto positivo de las obligaciones de estas entidades en materia de comunicación diaria de operaciones, contempladas en el artículo 59 bis de la LMV, entre las que se incluye la identificación de los titulares. Esta información es muy relevante para la supervisión.

### Resumen de la actividad supervisora de los mercados en 2010

CUADRO 11.1

	Renta variable	Renta fija	Derivados	Liquidación	Total
Nº de operaciones	40.465.782	642.124	6.019.955	36.949.433	85.180.356
Requerimientos	115	17	29	6	167
Informes de supervisión	12	1	15	0	28
Informes remitidos a otras direcciones u organismos	4	68	9	0	81
Informes periódicos	53	12	12	24	101

Fuente: CNMV.

Entre las novedades del ejercicio referentes a la regulación, destaca por su impacto en la actividad supervisora la entrada en vigor, el 10 de junio de 2010, del nuevo acuerdo del Comité Ejecutivo de la CNMV sobre comunicación de posiciones cortas, que sustituye al acuerdo de este comité de 22 de septiembre de 2008. El nuevo acuerdo se inspira en el modelo de comunicaciones recomendado por CESR a las institu-

ciones europeas en marzo de 2010. Sus líneas principales se comentan más adelante en este capítulo.

La CNMV intensificó la supervisión de las actividades de compensación y liquidación, realizando un control diario de las ventas vencidas y persiguiendo las ventas en corto descubiertas. La intensificación de la actividad supervisora se desarrolló en un contexto de considerable crecimiento de las operaciones en la plataforma de liquidación.

Durante 2010 se observó una nueva mejora en el grado de cumplimiento de la obligación establecida en el artículo 83 quáter de la LMV, referente a la comunicación de operaciones sospechosas ejecutadas sobre instrumentos financieros por parte de las ESI y las entidades de crédito. Como se detalla posteriormente, este tipo de comunicaciones experimentaron en 2010 un nuevo crecimiento notable respecto al ejercicio precedente. No obstante, el número de comunicaciones efectuadas se considera todavía insuficiente, en comparación con otros países de nuestro entorno.

A continuación, se detallan las actuaciones supervisoras más destacadas en los distintos ámbitos.

### 11.1.1 Renta variable

#### Suspensiones de negociación por difusión de información

En 2010 se redujo ligeramente el número de emisores objeto de suspensión de cotización, manteniéndose prácticamente igual el número de valores suspendidos, con respecto a 2009, tal y como se aprecia en el cuadro 11.2.

#### Suspensiones temporales de cotización en bolsa

CUADRO 11.2

	2009	2010
Número de emisores suspendidos	29	27
Número de suspensiones	39	40
Por difusión de información relevante	34	29
Por finalización del plazo de aceptación de opa de exclusión	2	5
Otras	3	6

Fuente: CNMV.

Como en ejercicios anteriores, la principal causa de suspensión fue la falta de difusión de información relevante. Las suspensiones por este motivo supusieron el 72% del total, si bien su número se redujo en un 15% respecto a 2009. Una característica destacable de las suspensiones efectuadas en 2010 fue la elevada dispersión en cuanto a los sectores a los que pertenecían las compañías afectadas. Así, los 27 emisores suspendidos pertenecían a doce sectores diferentes, siendo el sector inmobiliario el que registró más valores suspendidos. Cuatro de las suspensiones fueron llevadas a cabo, en el ejercicio de sus competencias, por la Generalitat de Catalunya, al corresponder a valores que cotizaban exclusivamente en la Bolsa de Barcelona.



## Colocaciones aceleradas de grandes paquetes de acciones

El 19 de diciembre de 2007 el Consejo de la CNMV aprobó una serie de criterios con el fin de ordenar una práctica frecuente en los mercados de valores mediante la cual un intermediario financiero ejecuta, fuera del mercado de órdenes, la compra o venta de un paquete accionario a un número limitado de inversores tras haber sondeado previamente su interés por la operación. Estos criterios resultan especialmente aplicables a operaciones caracterizadas por la existencia de un mandato de colocación y ejecutadas sin ofrecer a los inversores otra información salvo la pública preexistente.

Debido a las especiales características de este tipo de operaciones, en particular su elevado volumen, los descuentos habituales en el precio de colocación y la existencia de una fase previa de sondeo entre inversores institucionales y profesionales, una inadecuada difusión de las características de la operación podría afectar de forma sensible a la cotización. Por ello la CNMV dedica una especial atención a las posibles filtraciones de información privilegiada, manteniendo una comunicación constante con los intermediarios para realizar un seguimiento puntual del estado de la operación, vigilar que la difusión de la oferta se realice, salvo circunstancias excepcionales, con el mercado cerrado y procurar que los inversores dispongan de información relevante sobre la operación en curso y los resultados de la colocación. Cuando la operación no concluye con anterioridad al inicio de la sesión, la CNMV puede además acordar la suspensión temporal de la negociación.

Durante el año 2010 el número de colocaciones de este tipo fue similar al del año anterior. En concreto, se ejecutaron ocho operaciones con porcentajes que oscilaron entre el 1,7% y el 10,2% del capital y el descuento sobre la cotización se situó en una horquilla entre el 2,7% y el 7,5%. Tres de estas operaciones dieron lugar a una suspensión de la negociación antes del comienzo de la sesión.

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

Durante 2010 la CNMV continuó analizando la operativa de provisión de liquidez al objeto de valorar su incidencia en la formación del precio de los valores que disponen de este servicio. En la mayoría de los casos, la provisión de liquidez se sustenta en un contrato firmado por el emisor y el intermediario, que está amparado por la Circular 3/2007, de 19 de diciembre, sobre los contratos de liquidez a los efectos de su aceptación como práctica admitida de mercado. La valoración del cumplimiento de las obligaciones y los límites establecidos en la Circular por parte de los intermediarios financieros fue, en líneas generales, satisfactoria.

Adicionalmente, la CNMV analizó con especial detalle las operaciones de autocartera, para detectar posibles incumplimientos de lo dispuesto en la Circular 3/2007 y proponer, en su caso, la apertura del correspondiente expediente sancionador. En esta misma dirección, la CNMV realizó también un seguimiento de los programas de recompra de acciones realizados por los emisores al amparo del Reglamento 2273/2003/CE.

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

En 2010, la CNMV llevó a cabo, como en años anteriores, un análisis exhaustivo de los cambios de valores producidos en cada una de las diferentes revisiones del

Ibex 35 que tuvieron lugar a lo largo del ejercicio. La atención dedicada a este asunto está justificada por la importancia de este índice selectivo, que engloba a las principales empresas cotizadas en las bolsas españolas, y por las repercusiones que se generan para las compañías que lo integran. El análisis se centra en verificar si la negociación de los valores entrantes y salientes, junto a los posibles candidatos, ha tenido lugar de manera ordenada y legítima, sin actividad artificial encaminada a favorecer la permanencia o entrada de algún valor en detrimento de otros.

### Comunicación de posiciones cortas

Como se ha indicado anteriormente, el 10 de junio de 2010 entró en vigor un nuevo acuerdo del Comité Ejecutivo de la CNMV sobre comunicación de posiciones cortas. Los cambios respecto al régimen anterior son, básicamente, los siguientes: (i) la extensión de la obligación de comunicación a todos los valores de renta variable (anteriormente sólo estaban afectados los financieros), excepto los cotizados en MAB y Latibex; (ii) la fijación de dos nuevos umbrales, del 0,2% (para comunicación a la CNMV) y del 0,5% del capital social (para comunicación al mercado), frente al anterior único del 0,25%; y (iii) el establecimiento de unos intervalos discretos para comunicar las variaciones, consistentes en múltiplos de 0,1% del capital social (anteriormente se comunicaba cualquier variación de la posición una vez que se hubiese superado el umbral del 0,25% del capital social).

Desde la entrada en vigor del nuevo acuerdo del Comité Ejecutivo, un total de 116 declarantes han enviado comunicaciones individuales de posiciones cortas. De ellos, tres son entidades españolas y el resto fondos de inversión libre (*hedge funds*), principalmente estadounidenses o del Reino Unido. En el conjunto del año se recibieron un total de 1.048 comunicaciones que afectaron a un total de 49 emisores.

Hay que destacar que, con posterioridad al acuerdo del Comité Ejecutivo de la CNMV, dos reguladores europeos, la Comisión del Mercado de Valores Mobiliarios portuguesa y la Autoridad de los Mercados Financieros francesa, decidieron adoptar el modelo de publicación de posiciones cortas propuesto por CESR. Asimismo, la Comisión Europea presentó el pasado 15 de septiembre de 2010 una propuesta legislativa sobre venta en corto en acciones, bonos soberanos y permutas de riesgo de crédito (CDS). La propuesta, que se encuentra todavía en fase de debate, dota a las autoridades nacionales y europeas de facultades para restringir o prohibir operaciones en situaciones excepcionales e incluye un régimen de transparencia de posiciones cortas sobre acciones también basado en las recomendaciones de CESR.

#### Consulta pública de la Comisión Europea sobre la modificación de la MiFID: infraestructuras de negociación

RECUADRO 11.1

A finales de 2010, la Comisión Europea lanzó una consulta pública sobre la revisión de la Directiva 39/2004/CE, relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID), prevista para 2011. Sus principales propuestas en materia de mercados secundarios se resaltan a continuación, mientras que las relacionadas con las normas de conducta de los proveedores de servicios de inversión se refieren en el recuadro 12.2.

Una de las modificaciones más importantes que se contemplan es extender la regulación de la Directiva a plataformas organizadas de negociación que actualmente no están bajo su ámbito, entre las que se encuentran los sistemas internos de cruce de órdenes (*crossing systems*). La Comisión también contempla la clarificación de las normas sobre internalizadores sistemáticos y la aplicación de un tratamiento específico que favorezca la admisión a negociación de pymes en los mercados regulados y en los sistemas multilaterales de negociación (SMN). Asimismo, en línea con las recomendaciones del G-20, se plantea la negociación en mercados organizados de todos los contratos de productos derivados estandarizados, es decir, suficientemente líquidos y aptos para una compensación obligatoria a través de cámaras de contrapartida central.

Se prevén, igualmente, cambios importantes en materia de transparencia. Así, en las operaciones de renta variable, se propone modificar ciertas excepciones a las obligaciones de pretransparencia y reducir los plazos de publicación de la información de posttransparencia. Para asegurar la consistencia y comparabilidad de los datos de las operaciones de instrumentos de renta variable, se estudia la introducción de agencias autorizadas para la publicación de operaciones (*Approved Publication Arrangements, APA*) y el establecimiento de un sistema consolidado de la información de posnegociación (*consolidated tape*).

Respecto a otros instrumentos financieros, en los negociados en mercados regulados, SMN y otros sistemas de negociación organizados se considera la introducción de los requisitos de transparencia («pre» y «post») que se aplican actualmente para la renta variable, graduados en función de determinados criterios. Asimismo, se contemplan propuestas para incrementar la transparencia y mejorar el proceso de formación de los precios cuando tales instrumentos se negocien en mercados OTC. En relación con los derivados sobre materias primas, se propone delimitar las excepciones del artículo 2 de la Directiva y se sugiere establecer un sistema de reporte obligatorio, aplicable a los mercados regulados, los SMN y otros sistemas organizados de negociación.

### 11.1.2 Renta fija

Durante el año 2010, la CNMV prestó una especial atención al cumplimiento de las obligaciones de información al mercado relacionadas con el proceso de reestructuración de las cajas de ahorro, entidades que desempeñan un importante papel como emisores de renta fija en el mercado español.

La CNMV también realizó un estrecho seguimiento de las operaciones de recompra y de canje de participaciones preferentes y de deuda subordinada por parte de las entidades financieras. En algunos casos, este tipo de operaciones comportó para los inversores minoristas una mejora de la rentabilidad de las participaciones preferentes que ya poseían. En otros, las operaciones consistieron en el canje de los antiguos valores por otros de nueva emisión con mejores condiciones y, en ocasiones, con vencimientos más largos. Las recompras de emisiones se realizaron generalmente entre inversores institucionales, fijándose primas sobre el precio de cotización, muy inferiores, en general, a las de emisión.

También cabe mencionar el esfuerzo supervisor motivado por la puesta en marcha en AIAF, en mayo de 2010, del Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND), una plataforma electrónica de contratación de renta fija privada orientada hacia los inversores minoristas. Al cierre del ejercicio, esta plataforma contaba con 16 miembros y 53 emisiones admitidas a negociación, de las cuales 26 eran participaciones preferentes y 25 obligaciones simples. El volumen contratado en su primer año de funcionamiento alcanzó los 27,7 millones de euros, registrándose 826 operaciones. El arranque de esta plataforma ha exigido que la CNMV intensifique las labores de análisis y supervisión sobre el cumplimiento de los compromisos en materia de provisión de liquidez adquiridos por las entidades en sus folletos informativos respecto a las emisiones de renta fija destinadas a inversores minoristas.

### Reforma de la Directiva de Folletos

RECUADRO 11.2

El presente recuadro da cuenta de las principales novedades de la Directiva 2010/73/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, que modifica la Directiva 2003/71/CE, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores (Directiva de Folletos). La reforma de esta Directiva no es una respuesta regulatoria a la crisis financiera iniciada en el año 2007, sino el resultado del mecanismo habitual de revisión de las normas tras un cierto periodo de aplicación.

El análisis de la Directiva ha llevado a la Comisión Europea a proponer una serie de cambios con objeto de reducir la carga administrativa de los emisores e intermediarios. En la fase de discusión de la Directiva con los colegisladores comunitarios, Consejo y Parlamento introdujeron medidas adicionales dirigidas a robustecer la protección del inversor y a mejorar la eficacia de esta norma. En concreto, las novedades más significativas de la norma son las siguientes:

- Valor nominal mínimo e importe mínimo de suscripción: el valor nominal que debe tener un valor (o el importe máximo que debe pagar por él un inversor) para que su oferta pública no requiera folleto se incrementa de 50 mil a 100 mil euros.
- Inversores cualificados: se unifica el concepto de inversor cualificado con el concepto de inversor profesional definido por la MiFID.
- Ofertas de alcance reducido: se incrementan los umbrales en las ofertas públicas de volumen reducido (de 2,5 a cinco millones de euros) y en las ofertas dirigidas a un número reducido de inversores (de 100 a 150), ambas excluidas de la presentación de folleto.
- Excepción de folleto para valores *plain vanilla* de instituciones de crédito: se aumenta el umbral de las ofertas de volumen reducido de este tipo de valores que no requieren folleto (de 50 a 75 millones de euros).
- Excepción de folleto de ofertas dirigidas a empleados (y del correspondiente folleto de admisión de los valores): se elimina la obligación de

elaborar un folleto informativo para cualquier oferta de valores dirigida a empleados por parte de compañías residentes en la Unión Europea, con independencia de que los valores estén o no admitidos a negociación en un mercado regulado.

- Modelo simplificado de folleto para ciertas operaciones: se reducen los requisitos de información para ciertos tipos de operaciones (ampliaciones de capital de sociedades con valores cotizados en mercados regulados y organizados, siempre que no se excluya el derecho de suscripción preferente, y captaciones de fondos y admisiones de pymes y de sociedades de reducida capitalización).
- Resumen del folleto y condiciones finales: se prevén modelos armonizados del resumen del folleto y también de las condiciones finales que complementen folletos de base, con objeto de facilitar la comparabilidad entre emisores y la comprensibilidad de la información.
- Proceso de colocación de los valores: se permite a los intermediarios financieros hacer ofertas públicas de venta sucesivas de un valor previamente colocado en el mercado primario sin necesidad de un nuevo folleto, siempre que el emisor consienta que su folleto se utilice con dicha finalidad.
- Suplementos al folleto y derecho de revocación de la orden de compra o suscripción: se aclara que el derecho de revocación de la orden de suscripción, en caso de publicación de suplemento al folleto, expira una vez que finalice el periodo de suscripción.

La Directiva encomienda el desarrollo de muchas de estas medidas a la Comisión Europea, mediante la publicación de normas delegadas. ESMA, la nueva Autoridad Europea de Valores y Mercados, recibió en enero de 2011 un mandato de la Comisión Europea para la elaboración de asesoramiento técnico relativo a dichas normas delegadas. Por su parte, la CNMV está cooperando activamente en la elaboración del asesoramiento encomendado a ESMA.

Los Estados Miembros deben transponer la revisión de la Directiva de Folletos antes del 1 de julio de 2012. La CNMV está cooperando con la Dirección General del Tesoro y Política Financiera para facilitar una pronta transposición de la Directiva.

### 11.1.3 Productos derivados

#### MEFF Renta variable

Las actuaciones de supervisión en este ámbito, durante 2010, se centraron en el seguimiento de la evolución de las posiciones abiertas en las fechas previas a los vencimientos de los contratos de futuros y opciones, por su posible impacto en los mercados de contado de los activos subyacentes. En especial, se continuó con el análisis de la negociación al contado realizada en el periodo de cálculo del precio de liquidación a vencimiento, comparando los titulares finales de las operaciones de

contado con los titulares de las posiciones abiertas en derivados sobre el Ibex en las sesiones de vencimiento.

Asimismo, se prestó una atención especial al análisis del posible uso de información privilegiada a través de derivados cuyos activos subyacentes se hubieran visto afectados por la publicación de hechos relevantes.

Como es habitual, se verificó el cumplimiento de la normativa sobre garantías por parte de los miembros del mercado. Cabe reseñar que durante el pasado año, MEFF redactó siete circulares relacionadas con los parámetros a utilizar para el cálculo de las garantías diarias, de las que cuatro entraron en vigor entre el 23 de abril y el 18 de mayo.

### **Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva (MFAO)**

En este mercado, cabe destacar la atención prestada a las aplicaciones registradas, que durante 2010 experimentaron un fuerte aumento hasta representar 1,5 veces la negociación a través del sistema. También se siguió con especial atención la evolución de las posiciones abiertas en las sesiones previas a las fechas de vencimiento.

### **Segmento de *warrants*, certificados y otros productos**

En 2010, la actividad supervisora en el ámbito de los *warrants* continuó prestando una especial atención a operaciones con indicios de uso de información privilegiada, a la operativa conjunta del derivado con su subyacente, en especial para subyacentes poco líquidos, y a operaciones que, aparentemente, no respondían a la lógica del mercado. Como ejemplo de estas últimas, se analizaron las ejecuciones que, de manera recurrente, generaban pérdidas al titular que las realizaba.

Asimismo, se analizó en profundidad la formación de precios en las emisiones agotadas, ya que la ausencia de cotización a la venta por parte del especialista puede generar señales de cotización confusas para el mercado. También se mantuvo el seguimiento de las operaciones corporativas que dan lugar a ajustes en los *warrants*, contrastando en cada caso la existencia de una adecuada información al mercado sobre los ajustes adoptados. Finalmente, cabe destacar la atención prestada al seguimiento de la obligación de comunicar al mercado, mediante hecho relevante, los toques de barrera que activan el vencimiento anticipado o el inicio de la cotización de algunos *warrants*.

### **MEFFCLEAR**

Las tensiones en los mercados de deuda, que se tradujeron en fuertes aumentos de la volatilidad durante 2010, obligaron a la cámara a realizar varias revisiones al alza en los parámetros de las garantías. Por este motivo, y por el aumento del volumen registrado, se intensificó la atención al riesgo de la cámara y a las peticiones de garantías extraordinarias solicitadas a los participantes.

#### 11.1.4 Registro, contrapartida, compensación y liquidación

##### Iberclear-SCLV

En el año 2010, la CNMV prosiguió con su labor de control y supervisión de los procesos de liquidación de valores de renta variable. El seguimiento de los retrasos en la liquidación se lleva a cabo diariamente durante los tres ciclos de la cuenta multilateral de liquidación (el de las 9:00, el de las 13:00 y el de las 15:00 h.), realizándose, en este sentido, una labor de control diario de ventas vencidas en su fecha límite de liquidación (D+3) y, especialmente, de aquellas que potencialmente podrían ir a la recompra y, por su tamaño, distorsionar los precios de cotización. Por otro lado, se continuó con la labor de detección de prácticas de mercado de ventas en corto descubiertas. En cuanto a la eficiencia de la liquidación, las ventas vencidas experimentaron un ligero aumento durante el ejercicio, aunque su peso en la liquidación siguió siendo muy reducido (véase el capítulo 5).

Cabe reseñar que, en la plataforma de liquidación de renta fija se intensificó el análisis de las incidencias de liquidación en las cuentas de valores de las entidades participantes, al observarse un fuerte incremento en el número de descubiertos en la liquidación, solventados en su mayor parte mediante la provisión de valores a través de operaciones simultáneas de carácter obligatorio.

#### Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado (EMIR)

RECUADRO 11.3

El 25 de septiembre de 2009 los líderes del G-20 acordaron en su Cumbre de Pittsburgh (EE.UU.) que todos los contratos de derivados OTC estandarizados debían ser negociados en mercados o plataformas electrónicas de negociación, cuando ello fuera apropiado, y ser compensados en cámaras de contrapartida central (CCC) a finales de 2012. Además, se acordó que los contratos de derivados OTC debían ser comunicados a los registros de operaciones (*trade repositories*). Como respuesta a este llamamiento, a lo largo de 2010 y principios de 2011 distintas instituciones europeas trabajaron en la elaboración de un reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre infraestructuras de mercado, conocido como EMIR (European Market Infrastructure Regulation). Se prevé, asimismo, el desarrollo del futuro reglamento mediante las correspondientes normas técnicas.

El objetivo principal del futuro reglamento es la reducción del riesgo sistémico mediante el incremento de la seguridad y de la eficiencia en los mercados de derivados OTC. Los trabajos en curso siguen básicamente cuatro líneas de actuación:

- Asegurar que todos los derivados susceptibles de registro en una CCC se compensen a través de una entidad convenientemente autorizada. La compensación de un contrato en una entidad de este tipo requerirá, como hasta ahora, una autorización previa de la correspondiente autoridad nacional, pero se espera que el futuro reglamento habilite a ESMA para establecer obligatoriamente dicha compensación cuando la considere necesaria.

- Asegurar la existencia de una adecuada transparencia en el mercado mediante el establecimiento de la obligación de informar de las operaciones a un registro o base de datos (*trade repository*), regulando el acceso a la información contenida en el mismo. Se pretende así asegurar que la información contenida en estos registros sea fiable, segura y esté protegida, para lo cual se establecerán requisitos específicos sobre los mismos.
- Asegurar la solidez de las CCC, con independencia del tipo de contratos con los que trabajen. Dado que se establece la obligación de compensar riesgos a través de CCC para ciertos derivados OTC, se ha previsto que las contrapartes centrales deban cumplir una serie de requisitos prudenciales que garanticen su seguridad. Entre otras medidas, se señalará la obligación de tener un comité de riesgos, tratar adecuadamente los conflictos de interés, establecer normas de segregación y transferencia de posiciones y garantías (portabilidad), garantizar el capital adecuado y los recursos financieros suficientes para soportar la quiebra de los dos participantes de mayor tamaño y efectuar una gestión de la liquidez adecuada.
- Eliminar las rigideces que dificultan el establecimiento de interconexiones entre las diferentes infraestructuras, asegurando la gestión apropiada de los riesgos derivados de estos acuerdos. La interoperabilidad puede constituir un instrumento práctico de cara a una mayor integración de las actividades de poscontratación en Europa. Pese a ello, también puede exponer a las CCC participantes en estos acuerdos a riesgos de diversa índole. Por ello, las cámaras de contrapartida deberán evaluar y gestionar los riesgos adicionales asociados a sus interconexiones y demostrar, en un proceso de verificación por parte de las autoridades, la solidez de los sistemas y procedimientos adoptados. No obstante, dada la complejidad de los acuerdos de interoperabilidad, sólo se establecerán disposiciones vinculantes en esta materia para la compensación de operaciones de contado.

#### 11.1.5 Comunicación de operaciones sospechosas

El número de comunicaciones recibidas a lo largo de 2010 sobrepasó la centena, lo que pone de manifiesto el esfuerzo de las entidades por mejorar la detección y comunicación de operaciones sospechosas. Este esfuerzo también se observó en la calidad de las comunicaciones. Dos comunicaciones fueron enviadas por otro regulador y nueve se reenviaron a otras autoridades por referirse a valores extranjeros. A diferencia de 2009, en 2010 se produjo un incremento de las comunicaciones de uso de información privilegiada, que supusieron el 75% del total. Las comunicaciones remitidas se referían a instrumentos financieros, aunque el 80% de ellas se centraban en acciones cotizadas en bolsa.



## 11.2 Supervisión de las ofertas públicas de adquisición (opas)

### Ofertas voluntarias y precio equitativo

En las tomas de control mediante opas de tipo voluntario hay que comprobar si el oferente ha alcanzado previamente, mediante compras, pactos u otros supuestos de obtención del control de forma indirecta o sobrevenida, una participación de control en la sociedad afectada (es decir, el 30% o más de los derechos de voto o un porcentaje inferior con designación de más de la mitad de los consejeros en los 24 meses siguientes). En caso afirmativo, la opa debe ser considerada obligatoria. Este aspecto es importante porque únicamente en las ofertas voluntarias puede fijarse una contraprestación mediante permuta de valores sin que el autor de la oferta venga obligado a ofrecer un precio alternativo en efectivo, salvo algunas excepciones. Además, la efectividad de una opa voluntaria puede estar sujeta al cumplimiento de determinadas condiciones no admisibles en una obligatoria.

Por otra parte, en las ofertas voluntarias no es exigible un precio equitativo, pero debe tenerse en cuenta que cuando el control se adquiere tras una opa voluntaria por la totalidad de los valores con precio equitativo, no es exigible una oferta obligatoria posterior.

Así, la opa de Banco Sabadell sobre Banco Guipuzcoano tramitada durante el pasado ejercicio fue considerada de tipo voluntario, dado que el oferente no tenía participación alguna en la sociedad afectada ni en sus órganos de administración y los acuerdos previos alcanzados con varios accionistas de Banco Guipuzcoano no permitían la atribución de sus derechos de voto al oferente, según las reglas de cómputo a estos efectos, hasta la finalización de la oferta.

Para que la contraprestación pueda considerarse equitativa no es necesario que se ofrezca un precio en efectivo. En la opa mencionada se entendió que la permuta ofrecida constituía un precio equitativo porque, en ausencia de compras por parte del oferente durante los doce meses anteriores al anuncio de la oferta, la contraprestación igualaba la que había acordado en ese periodo con varios accionistas para la compra de sus acciones en la oferta y no se apreció ninguna de las circunstancias que hubieran exigido una modificación del precio para que éste pudiera ser considerado equitativo. Tampoco fue exigible un precio alternativo en efectivo porque el oferente no había adquirido ninguna acción de la sociedad afectada en los doce meses previos al anuncio de la oferta, su capital estaba admitido a negociación en bolsa, había acordado solicitar la admisión de los nuevos valores entregados en canje y podía considerarse que estos valores tendrían una liquidez bursátil adecuada conforme a lo dispuesto en la normativa española.

### Medidas defensivas

Por primera vez desde la entrada en vigor de la vigente normativa de opas, el Consejo de administración de la sociedad afectada por una oferta, concretamente la formulada sobre Cassa, aprobó una serie de actuaciones encaminadas a impedir el éxito de la opa. Las medidas consistieron en la distribución de dividendos extraordinarios y en la resolución de un contrato de servicios.

La supervisión de la CNMV se centró en la vigilancia del cumplimiento por parte de los órganos de administración y dirección de Cassa de la limitación impuesta regla-

mentariamente, en virtud de la cual cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas, debe obtener autorización previa de la Junta general de accionistas. De acuerdo con la normativa, las medidas defensivas fueron sometidas a la Junta general de accionistas de Cassa, que las aprobó por mayoría.

Asimismo, se procuró que la sociedad pusiera a disposición de los accionistas toda la información necesaria a través del Registro de hechos relevantes, incluyendo las aclaraciones que le fueron requeridas, así como el informe de los administradores, exigido reglamentariamente al tiempo de la convocatoria de la Junta y en el que deben justificarse las actuaciones a realizar expresando el sentido del voto de cada uno de ellos.

En respuesta a los acuerdos adoptados por la Junta de Cassa, el oferente decidió no retirar su oferta voluntaria y solicitó la necesaria autorización para ajustar el precio, manteniendo la equivalencia financiera del precio inicial con el nuevo precio, que se redujo en el importe de los dividendos repartidos antes de la publicación del resultado de la oferta.

### Folletos informativos

El folleto de opa debe contener la información necesaria para que sus destinatarios puedan formarse un juicio fundado sobre la operación propuesta. A tal efecto, tan importantes son las explicaciones relativas al procedimiento de aceptación (características y condiciones de la oferta, precio, garantías o liquidación) como las informaciones sobre la finalidad perseguida con la adquisición o los planes estratégicos e intenciones del oferente respecto a la sociedad afectada. Si se ofrecen en canje valores emitidos o a emitir, el folleto debe incluir información sobre los valores equivalente a la que hubiera sido requerida en caso de realizar una oferta pública de venta o suscripción de valores, o bien incorporar por referencia un folleto autorizado y vigente de conformidad con la normativa específica de estas operaciones.

En el caso de la opa de Banco Sabadell sobre Banco Guipuzcoano, el folleto contenía tanto las informaciones propias de la opa como las correspondientes a una oferta pública de suscripción o venta, todas ellas objeto de supervisión por la CNMV, e incluía datos específicos sobre la permuta ofrecida entre los que podían apreciarse las proporciones de los valores a canjear, diferenciando entre los dos tipos de acciones (ordinarias y preferentes) a las que se dirigía. También constaban en el folleto y fueron supervisados los precios en efectivo equivalentes que resultaban para las ecuaciones de canje, aplicando la cotización de las acciones a entregar y el valor dado a las obligaciones subordinadas necesariamente convertibles que también se entregaban en canje.

### Exclusiones sin opa

Cuando una sociedad cotizada decide solicitar la exclusión de negociación de sus acciones, está obligada a promover una oferta pública de adquisición dirigida a todos los valores afectados por la exclusión, salvo que acuerde un procedimiento equivalente a la oferta pública y obtenga una dispensa de la CNMV. Los supuestos en los que no se precisa una oferta de exclusión vienen recogidos reglamentariamente.

En 2010, la CNMV autorizó la exclusión de negociación en bolsa solicitada por Exide Technologies, con excepción de opa, mediante un procedimiento equivalente que aseguraba la protección de los legítimos intereses de los titulares de los valores afectados por la exclusión. El procedimiento se inició con la adopción de los acuerdos necesarios por la Junta general de accionistas de la sociedad. La Junta aprobó la compra de todas las acciones salvo las que, habiendo votado a favor, fueran inmovilizadas hasta la finalización del procedimiento. La compra se llevó a cabo por parte del accionista de control mediante una orden sostenida durante el plazo de un mes. El precio establecido fue justificado mediante el informe de un experto independiente en el que se aplicaron idénticas reglas de valoración que las establecidas para fijar el precio de una opa de exclusión.

Antes del inicio de la orden de compra, la CNMV acordó la apertura de un plazo de alegaciones de un mes, dirigido a todos los accionistas de Exide Technologies, al objeto de que contasen con un periodo específico de información durante el cual pudieran hacer constar las observaciones oportunas.

Tampoco se precisó una oferta de exclusión en el caso de Iberia, en la operación de integración con British Airways, mediante la cual ambas compañías fueron absorbidas por International Consolidated Airlines Group (IAG) y las acciones de esta última fueron admitidas a negociación en las bolsas de valores españolas y en la Bolsa de Londres. Se trataba de una operación societaria en virtud de la cual los accionistas de una sociedad cotizada se convirtieron en accionistas de otra sociedad también cotizada y, por tanto, exceptuada de opa, según lo dispuesto en la normativa aplicable.

### 11.3 La Unidad de Vigilancia de los Mercados

Como parte de la función supervisora de la CNMV, la Unidad de Vigilancia de los Mercados (UVM) realiza una labor de investigación ordinaria para detectar actividades contrarias a la integridad del mercado. En la mayor parte de sus investigaciones, la UVM analiza situaciones que puedan estar relacionadas con el uso indebido de información privilegiada o la manipulación del mercado, comprobando asimismo el cumplimiento de las normas preventivas en esta materia (llevanza de los registros de iniciados de la lista de valores sobre los que se dispone de información privilegiada, establecimiento de áreas separadas para evitar el flujo de información privilegiada, comunicación a la CNMV de operaciones sospechosas, etc.).

Una vez finalizadas las investigaciones de la UVM, el Comité Ejecutivo de la CNMV puede decidir la realización de actuaciones posteriores. Las decisiones de este tipo adoptadas en 2010 fueron las siguientes:

1. Trasladar al Ministerio Fiscal tres investigaciones realizadas por la UVM por utilización de información privilegiada, por apreciar que concurrían circunstancias que podían suponer la comisión de un delito relativo al mercado. Esas investigaciones se resumen como sigue:
  - Durante el periodo que mediaba entre la firma de un contrato de compra-venta de una participación significativa en una empresa cotizada por miembros de su Consejo de administración y su comunicación al mercado, se suscribieron acuerdos bilaterales a favor de varias sociedades para la adquisición de acciones del emisor, a precios inferiores a los que posteriormente alcanzaría la cotización una vez anunciado el contrato de com-

praventa de la participación significativa. Las sociedades que actuaban como compradoras en los acuerdos bilaterales tenían como beneficiario a uno de los compradores de la participación significativa. El beneficio obtenido con esos acuerdos excedía de 600 mil euros, límite a partir del cual esta conducta podía ser considerada como delito.

- Durante el proceso de adquisición de una sociedad por parte de un emisor, con incidencia positiva para éste, una sociedad miembro del Consejo de administración del emisor vendió una opción bilateral cuyo subyacente eran acciones del emisor. El beneficio obtenido equivalía a la prima recibida por la venta de la opción y superaba el límite mencionado de 600 mil euros.
  - 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, una sociedad domiciliada fuera de España procedió a la venta de acciones de la primera antes del anuncio de la venta de activos, evitando una pérdida igualmente muy superior al límite a partir del cual la conducta puede ser considerada como delito. Dicha sociedad tenía como principal y prácticamente único accionista a otra entidad, igualmente no domiciliada en España, que identificó como beneficiario final a un consejero de la sociedad emisora, conocedor de la información privilegiada cuando ordenó la venta de las acciones.
2. Proceder a la apertura de cinco expedientes sancionadores, incoados a once personas o entidades, principalmente por posible utilización de información privilegiada o por manipulación de mercado. Cabe reseñar que en una investigación por manipulación del mercado se puso de manifiesto que una empresa de servicios de inversión había ejecutado operaciones de autocartera de una sociedad cotizada sospechosas de manipulación de mercado, entre otras razones, por el elevado porcentaje de la negociación que esas operaciones representaban, sin realizar una comunicación de operación sospechosa a la CNMV. Por ello, el Comité Ejecutivo de la CNMV incoó expediente sancionador al emisor, por posible manipulación de mercado, y a la empresa de servicios de inversión, por no realizar la comunicación de operación sospechosa correspondiente.

En relación con los traslados al Ministerio Fiscal de las investigaciones realizadas por la UVM, debe señalarse que esta Unidad colabora con las autoridades judiciales, aportándoles cuanta información y documentación haya recabado en sus investigaciones o se le solicite durante el proceso judicial. Cabe resaltar que durante 2010 se aportó a un juzgado un informe en relación con el posible beneficio o perjuicio ocasionado por una práctica considerada como manipulación de mercado informativa, a tenor de la nueva redacción del artículo 284 del Código Penal introducida por la Ley Orgánica 5/2010 en el delito de manipulación de mercado de carácter informativo<sup>1</sup>. El criterio seguido en el informe es que una manipulación de mercado infor-

---

1 La nueva redacción del artículo 284 del Código Penal, en lo referente a la manipulación de mercado informativa, señala que se impondrá la pena de prisión de seis meses a dos años o multa de doce a veinticuatro meses a los que difundieren «... noticias o rumores, por sí o a través de un medio de comunicación, sobre personas o empresas en que a sabiendas se ofrecieren datos económicos total o parcialmente falsos con el fin de alterar o preservar el precio de cotización de un valor o instrumento financiero, obteniendo para sí o para tercero un beneficio económico superior a los 300.000 euros o causando un perjuicio de idéntica cantidad».

mativa tiene capacidad para alterar la libre formación de los precios de todos los valores que se negocian en el mercado, pero puede medirse con mayor exactitud en el valor concreto afectado por la manipulación, en tanto su cotización presenta un efecto directo, en especial, comparada con índices o sociedades de su sector. De esa comparación, realizada durante las sesiones en que el efecto se aprecia con mayor intensidad, puede obtenerse el efecto en las operaciones ejecutadas, determinando el perjuicio y el beneficio generados.

Por último, la UVM acude de manera recurrente a los supervisores y reguladores extranjeros para solicitar su colaboración en las investigaciones desarrolladas. Durante 2010, el supervisor del Reino Unido fue el principal destinatario de las solicitudes de colaboración internacional formuladas por la UVM, pero también destacaron las dirigidas a las autoridades supervisoras de Bélgica, Irlanda y Suiza.



### 12.1 Supervisión de las normas de conducta y los requisitos organizativos en la prestación de servicios de inversión

La actividad supervisora del ejercicio 2010, en relación a las entidades que prestan servicios de inversión, dedicó una especial atención a los aspectos relacionados con la mejora de la transparencia, así como a la supervisión de la información que se suministra al inversor minorista. Cabe destacar, asimismo, la revisión del cumplimiento de los requisitos organizativos en materia de conflictos de interés y la revisión de los informes sobre protección de los activos custodiados. En cuanto al ámbito de la solvencia, en el caso de las empresas de servicios de inversión (ESI), cabe destacar la revisión de los informes de autoevaluación de capital y el control de las obligaciones de transparencia sobre solvencia.

Como resultado de las actuaciones de supervisión, en el ámbito de las ESI se remitieron durante el ejercicio un total de 1.061 requerimientos a las entidades supervisadas, de los cuales 837 tuvieron su origen en actuaciones realizadas a distancia y el resto se derivó de las inspecciones in situ. Como se puede observar en el cuadro 12.1, la mayor parte de los requerimientos fueron consecuencia del envío de información fuera de plazo. También se remitieron numerosos requerimientos debido al mayor número de problemas o potenciales problemas de solvencia de determinadas entidades como consecuencia del impacto de la crisis en su actividad, y a las salvedades e incidencias detectadas en los diferentes informes remitidos por las entidades.

**Supervisión de ESI: requerimientos remitidos por la CNMV en 2010**

CUADRO 12.1

Tipo de requerimiento	A distancia	In situ	Total
Por información fuera de plazo	417	n.a.	417
Solicitud de información	146	184	330
Medidas correctoras o recomendaciones	254	27	281
Otras comunicaciones	20	13	33
<b>Total</b>	<b>837</b>	<b>224</b>	<b>1.061</b>

Fuente: CNMV.

#### 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 ESI.

En 2010, junto a las áreas habituales de interés supervisor, como las obligaciones de información previa, la categorización de clientes, las evaluaciones de la conveniencia y la idoneidad o la actuación de las entidades en áreas especialmente sensibles

(asesoramiento, recepción y transmisión de órdenes, gestión de carteras, etc.), la CNMV prestó también una especial atención a la revisión de las prácticas de negociación de las entidades en el mercado secundario, sobre todo respecto a emisiones de renta fija e instrumentos híbridos realizadas por las propias entidades y colocadas, por lo menos parcialmente, entre inversores minoristas.

En relación con estas prácticas, en junio de 2010 la CNMV emitió una comunicación en la que se actualizaban los requisitos de verificación de dichas emisiones y en la que se identificaban las malas prácticas detectadas en el proceso de comercialización de las mismas en el mercado secundario<sup>1</sup>. Continuando con esta tarea, la CNMV supervisará la operativa de caso de operaciones para verificar el grado de seguimiento de lo establecido por la normativa y detectar, en su caso, posibles malas prácticas en el proceso de intermediación.

Cumpliendo con el compromiso asumido en el Plan de Actividades de 2010, la CNMV publicó el pasado año la «Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad» y la «Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión». En estos documentos, cuyo contenido no tiene carácter normativo, se pretende transmitir al sector pautas de actuación que la CNMV considera adecuadas para un mejor cumplimiento de la normativa en vigor (véase recuadro 12.1). Buena parte de estos criterios y recomendaciones se refieren a cuestiones que acapararon un esfuerzo notable de la supervisión durante el ejercicio.

**Guías de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad y sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión**

RECUADRO 12.1

En junio de 2010, la CNMV publicó la «Guía para el análisis de la conveniencia e idoneidad», destinada a facilitar el cumplimiento de diversos preceptos de la regulación en esta materia por parte de las entidades. En diciembre de 2010, la CNMV también publicó la «Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión». Esta Guía, que se inspira en el documento de CESR «Questions and Answers. Understanding the definition of advice under MiFID» (ref. CESR/10-293), traslada pautas de actuación que la CNMV considera buenas prácticas en el ámbito de los servicios de asesoramiento, dedicando una especial atención a aclarar cuándo se debe considerar que una entidad presta tales servicios y no meramente un servicio de intermediación.

La primera de las guías mencionadas revisa, en el ámbito de las evaluaciones de conveniencia, el concepto de «iniciativa», determinante para establecer cuándo tales evaluaciones son necesarias en el caso de productos no complejos, y recoge ciertas pautas para determinar si un determinado producto es o no conveniente a partir de la experiencia previa. Se establecen, también, de-

1 Carta remitida a los presidentes de AEB, CECA, UNACC, ASNEF, Emisores Españoles y Asociación Hipotecaria sobre la actualización de requisitos en las emisiones de renta fija destinadas a minoristas, disponible en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).



terminadas cautelas en relación con la valoración del nivel general de formación, la experiencia profesional y el grado de familiaridad del cliente con los diferentes tipos de instrumentos financieros. Las entidades, a la hora de elaborar y valorar el cuestionario, deben evitar incoherencias y sesgos que desvirtúen el análisis y deben estar siempre en disposición de acreditar que han realizado la evaluación. Las advertencias al cliente que resulten de la evaluación deben redactarse de forma concisa y comprensible y la entidad debe poder acreditar que las ha efectuado.

Cabe destacar que la Guía considera que una entidad no actúa en el mejor interés de su cliente cuando contacte con él para ofrecerle un instrumento financiero complejo, si dispone de información previa relativa a la evaluación de conveniencia que no se considere desfasada y que le permita presumir razonablemente que el citado instrumento no le conviene, con independencia de que se haya realizado o no la correspondiente advertencia.

Ya en el ámbito de las evaluaciones de idoneidad, la Guía ayuda a diferenciar distintos contextos en que puede prestarse el servicio de asesoramiento en materia de inversión, a efectos de graduar las exigencias normativas y las implicaciones del deber de actuar en el mejor interés del cliente. La Guía recuerda que tanto las recomendaciones como las decisiones de inversión sobre la cartera gestionada deben adaptarse a los objetivos de inversión del cliente. Cuando éste se muestre dispuesto a asumir niveles de riesgo que se juzguen inadecuados, o si se estima que el cliente no comprende suficientemente su naturaleza o alcance, las entidades deberán tenerlo en cuenta en sus recomendaciones o en la gestión de cartera. Se destaca, asimismo, la necesidad de establecer variables o parámetros que definan el riesgo de forma comprensible para los clientes, así como la necesidad de considerar el riesgo global de la cartera y no sólo los riesgos de los instrumentos individualmente.

Como en el análisis de la conveniencia, la Guía establece que las entidades deben poder acreditar la realización de la evaluación de idoneidad y facilita pautas similares respecto a la elaboración y valoración de los cuestionarios. Por último, se señala la obligación de que las entidades cuenten con procedimientos que aseguren la disponibilidad de información no desfasada sobre sus clientes para evaluar la idoneidad y que los cambios, actualizaciones o revisiones que se produzcan estén debidamente documentados.

En cuanto a la Guía relativa al asesoramiento en materia de inversión, se establecen dos requisitos fundamentales que deben cumplirse a la vez, para determinar que se presta un servicio de este tipo: 1) que se haga una recomendación, explícita o implícita, sobre instrumentos financieros concretos y 2) que dicha recomendación sea personalizada, es decir, que se presente como idónea para el inversor basándose en sus circunstancias personales. La emisión de una recomendación requiere, en todo caso, la introducción de un elemento subjetivo, un juicio de valor u opinión dirigida a un inversor para la toma de una decisión de inversión.

A partir de la pertenencia del cliente a un determinado segmento comercial, por ejemplo, al de banca privada o personal, puede deducirse, con ca-

rácter general, que se le presta un servicio de asesoramiento, pero no se excluye que este servicio se preste también en otros segmentos. En particular, la Guía llama la atención de las entidades financieras sobre el elevado riesgo de que su red comercial preste, de forma inadvertida, servicios de asesoramiento a sus clientes de banca comercial en las campañas de distribución masiva de productos complejos. También llama su atención para que tomen en consideración y adopten, en su caso, las oportunas medidas correctoras en otras situaciones, en particular cuando exista una percepción generalizada por parte de sus clientes de estar recibiendo recomendaciones personalizadas.

La Guía recalca que no se pueden recomendar productos no idóneos para el cliente, de modo que, con carácter previo a la emisión de una recomendación, debe realizarse una evaluación sobre la idoneidad del producto. Asimismo, la Guía aclara que no se requiere un contrato por escrito entre entidad y cliente para formalizar el servicio de asesoramiento de inversión, pero que la entidad está siempre obligada a comunicar las recomendaciones de forma fehaciente al inversor y a mantener un registro de las mismas.

### 12.1.2 Requisitos organizativos

Tal y como se anunció en el Plan de Actividades de la CNMV de 2010, en dicho ejercicio se incorporó a la actividad supervisora de la CNMV la revisión del cumplimiento de los requisitos organizativos en materia de conflictos de interés. Las principales incidencias detectadas en esta materia se debieron a que las previsiones de las entidades en relación con los conflictos de interés y su gestión son muy genéricas, ya que se limitan en la mayoría de los casos a una transcripción del contenido de la norma. En este sentido, resulta exigible una mayor concreción respecto a la identificación de las circunstancias que dan lugar a conflictos de interés, así como respecto a su gestión.

Por otra parte, en cuanto a la función de auditoría interna de las ESI, las inspecciones pusieron de manifiesto que en algunos casos resultaba aconsejable que esta función la desempeñara un órgano independiente, con suficiente autoridad y que no realice funciones de otra naturaleza.

También se detectaron deficiencias en el mantenimiento de los registros obligatorios. En particular, se evidenció que determinadas entidades no disponían de un registro del servicio de asesoramiento en materia de inversión que documentara las recomendaciones efectuadas. Asimismo, varias entidades carecían de un fichero unificado de órdenes que permitiera el almacenamiento de la información mínima obligatoria sobre éstas de forma accesible para la CNMV.

La actividad supervisora hizo especial hincapié en la revisión de los informes sobre protección de activos de clientes regulados en la Circular 5/2009, elaborados por el auditor externo de las ESI. En total, se recibieron y revisaron 270 informes. El análisis del primer año de aplicación de la citada Circular tuvo, en general, un resultado positivo. La revisión no puso de manifiesto incidencias relevantes que pudieran suponer la existencia de desfases en los activos propiedad de los clientes. Sus resultados revelaron que el trabajo de los auditores contribuyó a que las entidades introdu-

jeran importantes mejoras en el diseño de sus procedimientos y fortalecieran los controles establecidos en el ámbito de la custodia en general, con una mayor implicación por parte de la dirección de las entidades, aspectos todos ellos que suponen una mayor protección para los activos de los clientes.

En relación con la protección de los activos de los clientes, cabe reseñar también que la CNMV difundió entre los auditores y diversos organismos representativos del sector un conjunto de propuestas encaminadas hacia una posible modificación de la «Guía de actuación para la realización del trabajo de campo del auditor». Estas propuestas se hicieron a partir de los informes anuales de los auditores sobre la protección de los activos de los clientes.

Respecto a otros trabajos de supervisión, cabe destacar que la CNMV revisó, en una muestra representativa de ESI, entidades de crédito y sucursales de estas entidades, los informes sobre cumplimiento normativo dirigidos a la alta dirección establecidos en el artículo 31 del Real Decreto 217/2008, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, correspondientes a 2009. El objetivo de la revisión era evaluar la calidad de los informes en cuanto a su alcance y contenido, verificar que se identificaban las incidencias o incumplimientos para las distintas áreas de control, así como las medidas propuestas para su subsanación, y que se incluían también las recomendaciones y sugerencias propuestas por las inspecciones de la CNMV.

La revisión realizada por la CNMV de los informes sobre cumplimiento normativo puso de manifiesto que todas las incidencias de cierta relevancia señaladas en los informes incluidos en la muestra eran conocidas con anterioridad por la CNMV a través de sus diversas actuaciones de supervisión. En consecuencia, la CNMV puso en marcha actuaciones dirigidas a mejorar, en términos generales, el contenido de estos informes, y se plantea la posibilidad de elaborar una guía para facilitar su elaboración a las entidades supervisadas.

### 12.1.3 Cambios normativos

Durante el ejercicio de 2010, la CNMV publicó la Circular 1/2010, de 28 de julio, de información reservada de las entidades que prestan servicios de inversión. Esta Circular establece la información de carácter reservado que las entidades deben remitir periódicamente a la CNMV sobre determinados aspectos relacionados, fundamentalmente, con las normas de conducta del mercado de valores. El objetivo de dicha información es doble: facilitar la elaboración de un mapa de riesgos que permita una supervisión más eficiente por parte de la CNMV y disponer de información suficiente, cuantitativa y cualitativamente, para realizar controles a distancia.

En el ámbito comunitario, es de destacar la consulta pública de la Comisión Europea, realizada a finales de 2010, sobre posibles modificaciones de la Directiva MiFID. El recuadro 12.2 resume los detalles de dicha consulta en el ámbito de los servicios de inversión.

## Consulta pública de la Comisión Europea sobre la revisión de la MiFID: servicios de inversión

RECUADRO 12.2

Como se indica en el recuadro 11.1, la Comisión Europea lanzó a finales de 2010 una consulta pública sobre la reforma de la MiFID. Los aspectos más significativos de las modificaciones propuestas de esta norma en el ámbito de los servicios de inversión son los siguientes:

### (1) Ámbito de aplicación:

Se propone limitar la exención actual recogida en el artículo 3 de la Directiva (artículo 62.3.g de la LMV) para las personas que presten asesoramiento en materia de inversiones en el ejercicio de otra actividad profesional. Además, se propone extender la aplicación de las normas de conducta y de conflictos de interés a la venta de depósitos estructurados (no se incluirían los depósitos simples) por parte de las instituciones de crédito.

### (2) Normas de conducta:

Se plantean algunas modificaciones de particular relevancia. Así, respecto al régimen de sólo ejecución se contemplan dos opciones, suprimirlo o incluir aclaraciones y especificaciones en el régimen actual sobre los productos y servicios que pueden venderse empaquetados.

En materia de asesoramiento, se propone obligar a que los intermediarios informen sobre si el asesoramiento prestado está basado en un análisis independiente e imparcial. Si éste no fuera el caso, las entidades que desearan prestar este servicio estarían obligadas a evaluar un número elevado de instrumentos financieros de diferentes tipos y procedentes de distintos proveedores, sin recibir pagos o beneficios de dichos proveedores. Además, se plantea la posibilidad de exigir la realización de un seguimiento de las recomendaciones formuladas.

La prohibición de recibir incentivos también se contempla en el caso de la gestión discrecional de carteras. Además, se plantea eliminar la posibilidad de informar *ex-ante*, de forma resumida e inexacta, sobre incentivos, y establecer una obligación de información *ex-post*.

En cuanto a las obligaciones de información al cliente, la Comisión Europea considera conveniente reforzar la información suministrada a clientes minoristas y profesionales en las operaciones con productos derivados OTC u otros productos complejos.

### (3) Requisitos de autorización y organizativos:

Se propone solucionar algunas deficiencias detectadas en la aplicación de las disposiciones actuales. Así, respecto a los criterios de honorabilidad y experiencia, se aboga por que estos criterios se exijan a todos los miembros del Consejo de administración, tanto a los ejecutivos como a los no ejecutivos. Además, su cumplimiento debería valorarse no sólo en el momento de la autorización, sino de forma continua.

Para reforzar la implicación de los miembros del Consejo de administración en las funciones internas de cumplimiento normativo, gestión de riesgos y auditoría se propone que estas tres funciones informen directamente al Consejo y que la función de cumplimiento incluya en su informe periódico un resumen de las reclamaciones recibidas de los clientes y su tratamiento, así como una propuesta para corregir las deficiencias detectadas.

Respecto al diseño y lanzamiento de productos, operaciones y servicios, se propone (i) evaluar su compatibilidad con las características y necesidades de los clientes objetivo, (ii) que la función de cumplimiento asegure el cumplimiento de las obligaciones en materia de información, idoneidad y conveniencia, incentivos y gestión de conflictos de interés, y (iii) comprobar que el personal de la entidad posee la experiencia y la capacitación necesarias para entender las características y el riesgo de los productos y servicios que se ofrecen, y que recibe la adecuada formación cuando se trata de nuevos productos.

## 12.2 Supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión

La supervisión prudencial de las ESI se realiza desde dos puntos de vista: por un lado, se analiza la situación económico-financiera y la viabilidad de la entidad y, por otro, los riesgos asociados a la actividad. Gran parte de la supervisión se basa en la información remitida de forma periódica a la CNMV, que se complementa con inspecciones in situ.

Durante 2010, además de los análisis de supervisión habituales, se revisaron los informes de autoevaluación de capital que las ESI remitieron por primera vez a la CNMV. Mediante estos informes, las entidades están obligadas a conocer, medir, gestionar y controlar los riesgos en los que están o pueden estar inmersas, todo ello de acuerdo con lo establecido en la Circular 12/2008. Por otra parte, también se supervisó por primera vez el informe sobre solvencia que deben publicar las entidades, que se basa en el contenido de la circular que traspone a nuestro Derecho la obligación de dar información al público con carácter general sobre riesgos y recursos propios.

Respecto al informe sobre autoevaluación de capital remitido por las entidades, su revisión concluyó que ninguna entidad utiliza modelos internos para cuantificar exigencias de recursos propios por riesgos distintos a los recogidos en la normativa. La revisión permitió comprobar que los recursos propios del sector, al margen de casos puntuales, eran holgados. En cuanto a la revisión de los informes sobre solvencia, se verificó que todas las entidades sujetas a esta obligación de publicarlos lo hicieron en plazo y forma. Del análisis de su contenido no se desprenden incidencias de carácter relevante.

### Cambios normativos sobre solvencia

Durante 2010, la CNMV estuvo trabajando en la modificación de la Circular 12/2008, sobre solvencia de empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables, que se publicó en enero de 2011 (Circular 1/2011 de la CNMV). Median-

te dicha modificación, se ha transpuesto el contenido de las directivas 2009/27 y 2009/83, que modifican las Directiva 2006/49, sobre la adecuación de capital de las ESI y las entidades de crédito, y la Directiva 2006/48, relativa al acceso y el ejercicio de la actividad de las entidades de crédito, en diversos aspectos referidos al régimen de recursos propios de las ESI. Se ha pospuesto la transposición de las disposiciones que recoge la Directiva 2009/111, que serán de aplicación a partir del 31 de diciembre de 2010, hasta que se cuente con la correspondiente regulación de rango superior.

La Circular 1/2011 precisa y aclara conceptos relacionados con el riesgo de posición y el riesgo de crédito de contraparte de determinados derivados de crédito, al igual que otros relacionados con las técnicas de reducción del riesgo de crédito y cambios relativos al riesgo operacional y a las obligaciones de información. También se han producido cambios o mejoras cuyo origen no está relacionado con la transposición de las directivas mencionadas, sino que corresponden a modificaciones provenientes de la experiencia adquirida en la aplicación de la Circular 12/2008.

Si bien no hace referencia directamente a normas de solvencia, otra modificación relevante incluida en la Circular 1/2011 es la contenida en la disposición adicional primera. Esta disposición recoge la obligación para las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) que sean personas físicas de presentar, dentro de los cuatro primeros meses siguientes al cierre de cada ejercicio, un informe elaborado por un experto independiente, el cual debe expresar una opinión sobre la veracidad y fiabilidad de las informaciones contenidas en el estado SEAFI1 recogido en la Circular 7/2008, sobre normas contables, cuentas anuales y otros estados de información reservada de las empresas de servicios de inversión. Esta exigencia cubre la laguna existente para este tipo de EAFI en cuanto a la obligación de auditar cuentas anuales, ya exigida a las EAFI que son personas jurídicas, cuyas cuentas anuales auditadas referidas a 2009 fueron remitidas y supervisadas por primera vez por la CNMV en 2010.

### 12.3 Supervisión de las instituciones de inversión colectiva

La supervisión de las IIC en 2010 se desarrolló en un contexto todavía caracterizado por las dificultades derivadas de la crisis financiera. Durante este ejercicio, las sociedades gestoras de IIC acometieron su adaptación a los cambios introducidos por la Circular 6/2009 sobre control interno. Esta Circular sistematiza y detalla las obligaciones generales de recursos, medios y procedimientos de las SGIIC contempladas en la Ley de IIC y su Reglamento de desarrollo.

En el ejercicio de su actividad supervisora, la CNMV remitió durante 2010 un total de 2.196 escritos a las entidades supervisadas. De este total, 989 escritos correspondieron a requerimientos por información presentada fuera de plazo. El elevado número de requerimientos por este motivo se debió a la falta de remisión de auditorías de IIC y capital-riesgo y de estados reservados de estas últimas. Cabe destacar, asimismo, la remisión de 313 escritos solicitando información necesaria para la supervisión (distinta de la disponible con carácter general) y de otros 672 solicitando a las entidades la adopción de mejoras para solucionar las incidencias detectadas (véase cuadro 12.2).

Tipo de requerimiento	A distancia	In situ	Total
Por información fuera de plazo	986	3	989
Solicitud de información	233	80	313
Medidas correctoras o recomendaciones	550	112	672
Otras comunicaciones	185	37	222
<b>Total</b>	<b>1.954</b>	<b>242</b>	<b>2.196</b>

Fuente: CNMV.

### 12.3.1 Supervisión de los requisitos prudenciales y las normas de conducta

En 2010, la CNMV mantuvo como principal objetivo de la supervisión en el ámbito de las IIC la verificación del cumplimiento de los requisitos clave de la regulación: la suficiencia de medios, la adecuación de los controles internos de las entidades, la prevención de los conflictos de interés, el cumplimiento de los coeficientes legales y la idoneidad de las inversiones. La CNMV canaliza su actuación supervisora a través tanto de controles periódicos como de controles puntuales o específicos.

Entre los controles periódicos cabe destacar, principalmente, los de la legalidad y los basados en el análisis de las rentabilidades de las IIC. Dentro de los primeros, tuvieron una especial relevancia durante el pasado año los destinados a verificar el cumplimiento de los diferentes límites y coeficientes obligatorios que afectan a estas entidades. En particular, se analizó el cumplimiento de los coeficientes de diversificación conjunta, que restringen la exposición de las IIC al riesgo de contraparte y de mercado de un grupo económico en sus diferentes modalidades (renta fija, renta variable, tesorería o derivados). También destacaron, por su relevancia, los controles dirigidos a verificar el cumplimiento de los límites de la operativa en derivados. En este caso, dada la especial casuística de esta operativa y la existencia de obligaciones especiales de comunicación a la CNMV, el análisis se centró en la evolución de las entidades, a efectos de detectar situaciones que pudieran sugerir debilidades en sus sistemas de control de la operativa con derivados. Asimismo, hay que destacar los controles dirigidos a las IIC que mantenían en cartera títulos afectados por rebajas de *rating*, con el fin de asegurar que estas entidades disponían de planes para regularizar en plazo los incumplimientos sobrevenidos del folleto debidos a esta circunstancia.

Respecto a los controles basados en las rentabilidades, estos análisis han permitido detectar debilidades en los procedimientos y controles internos de las entidades gestoras, así como incumplimientos normativos en relación con la idoneidad de los activos de la institución o el cumplimiento de su política de inversión.

En el capítulo de los controles de carácter no periódico, entre los llevados a cabo en 2010 destacaron los relacionados con el impacto de la crisis financiera, algunos de ellos ya realizados también en 2008 y 2009. En particular, cabe mencionar los destinados a analizar la valoración y gestión de la liquidez de las inversiones de renta fija mantenidas por las IIC, con el objetivo de identificar gestoras con porcentajes significativos de las carteras bajo su gestión invertidos en valores de renta fija que pudieran considerarse ilíquidos, así como entidades que pudieran no estar aplicando procedimientos de valoración que tengan en cuenta las condiciones de mercado actuales. Dentro de este tipo de controles, también hay que mencionar los destinados a eva-

luar la exposición al caso Madoff (durante el ejercicio se trasladó a las gestoras, además, un catálogo de buenas prácticas de actuación respecto a casos como el mencionado) y el análisis de los fondos monetarios, destinado a identificar casos en los que se pueda estar invirtiendo en activos con vencimiento legal superior al permitido.

Otros controles no periódicos del ejercicio que merecen ser destacados son la revisión de la operativa de aplicaciones o compraventa de activos entre IIC, con el objetivo de verificar el cumplimiento de la normativa sobre operaciones vinculadas, el análisis de los gastos y comisiones soportados en las IIC, y los controles dirigidos a fondos que invierten en depósitos, con el objetivo de estudiar sus condiciones de remuneración, entre otros aspectos, y detectar posibles situaciones de conflicto de interés.

### 12.3.2 Información a los 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. Todos estos documentos resultan fundamentales para el desarrollo de las funciones de supervisión que la CNMV tiene encomendadas y, por ello, se prestó especial atención a la revisión de su forma y de su contenido, así como al cumplimiento de los plazos de presentación establecidos. En la revisión de los informes de auditoría referidos al ejercicio 2009 (realizada en el ejercicio 2010) se estudiaron con especial atención las salvedades y párrafos de énfasis, cuyo número aumentó debido a las consecuencias de la crisis financiera.

Otro aspecto importante a mencionar de cara a la información a los inversores fue el análisis de la información cuantitativa incluida en la información pública de IIC a efectos de garantizar la exactitud de la misma, análisis que se ha visto facilitado enormemente por el nuevo formato XBRL de estos informes. En concreto, se analizaron los datos de rentabilidad, volatilidad, gastos y masas patrimoniales, entre otros, incluidos en la información pública. Este análisis se complementó con un análisis de la disposición telemática de la información pública de las IIC, que debe estar disponible en la página web de la gestora o de su grupo.

### 12.3.3 Supervisión de gestoras de IICIL e IIC de IICIL

En 2010, la supervisión de la inversión libre se centró especialmente en dos cuestiones. La primera se refiere a las suspensiones de fondos subyacentes en la cartera de las IIC. En efecto, como consecuencia de las numerosas suspensiones de reembolsos y liquidaciones de *hedge funds* en cartera de las IIC españolas, se analizó el grado de cumplimiento de las recomendaciones emitidas en 2008 en relación a la forma de actuar ante estas circunstancias. También se analizó cómo detectar situaciones de fondos con altos porcentajes de cartera invertidos en *hedge funds* afectados por situaciones de iliquidez.

La segunda cuestión atañe a las IIC de inversión libre en procesos de liquidación. La CNMV realizó un seguimiento de las liquidaciones a las que se han visto avocadas un gran número de IIC de IICIL, debido a los problemas de los *hedge funds* subyacentes. Este análisis se completó con una revisión de las rentabilidades de estas instituciones, para verificar su razonabilidad.



### 12.3.4 Supervisión de los depositarios de IIC

Durante el ejercicio 2010 se desarrollaron diversas actuaciones de supervisión tanto in situ como a distancia dentro del ámbito de los depositarios de IIC. En el caso de la supervisión in situ, los análisis llevados a cabo derivan de inspecciones previstas no sólo para los depositarios, sino también para las gestoras de IIC en las que se han detectado incidencias que pueden afectar al cumplimiento de las funciones asignadas a los primeros. En el caso de la supervisión a distancia, se comenzó a realizar el análisis de los informes semestrales sobre la función de supervisión y vigilancia de los depositarios. Estos informes, que se empezaron a remitir en 2010 en soporte telemático, permiten, por un lado, analizar cómo están realizando las entidades depositarias la función de vigilancia de la labor de las gestoras y, por el otro, detectar incidencias de valoración, de conciliación o de otra índole en los fondos depositados.

### 12.3.5 Supervisión de las IIC inmobiliarias

Durante 2010, dentro de la supervisión de las IIC inmobiliarias, se puso especial énfasis en el seguimiento del proceso ordenado de venta de inmuebles en dos fondos de inversión inmobiliaria que se vieron obligados a suspender los reembolsos por dos años a contar desde principios de 2009, entre ellos el mayor FII por patrimonio.

Respecto al resto de fondos inmobiliarios, se mantuvo el seguimiento de su situación. En este sentido, se analizó de forma permanente la evolución de la liquidez de estos fondos, especialmente en los meses previos a las ventanas de liquidez. Igualmente, se analizaron sus rentabilidades y el valor de tasación de los inmuebles en cartera y se verificó si la información pública periódica proporcionada por estos fondos sobre la situación del mercado inmobiliario era la adecuada.

#### **Circular 6/2010 sobre operaciones con instrumentos derivados de las IIC**

RECUADRO 12.3

El pasado 21 de diciembre de 2010 se aprobó esta Circular, cuyo objeto es desarrollar el contenido de la Orden EHA/888/2008, de 27 de marzo, sobre operaciones de las IIC de carácter financiero en instrumentos derivados. La Circular tiene en cuenta los desarrollos regulatorios recientemente aprobados a nivel europeo, en particular la Directiva 2010/43/EU sobre requisitos organizativos, conflictos de interés, normas de conducta, gestión de riesgos y contenido del acuerdo gestora-depositario y las recomendaciones (*guidelines*) de CESR sobre medidas de riesgo y cálculo de la exposición global y del riesgo de contraparte para las UCITS (CESR/10-788).

La Circular desarrolla las metodologías aplicables para la medición de la exposición a instrumentos derivados, que según establece el artículo 39.3 del Real Decreto 1309/2005, no puede superar el valor patrimonial de la IIC. En concreto, admite la utilización de dos metodologías, la del compromiso y la del valor en riesgo (*value at risk*, VaR). La gestora deberá aplicar la más apropiada en función de la política de inversiones y riesgos establecida en el folleto informativo de la institución y de la complejidad de las inversiones y las estrategias de gestión.

La metodología del compromiso, similar a la que establecía la derogada Circular 3/1998 de la CNMV (denominada anteriormente «metodología estándar»), tiene por objetivo limitar el apalancamiento máximo de la IIC. Para ello, se definen diferentes reglas y criterios para el cómputo de los instrumentos derivados y posiciones equivalentes de contado. La metodología VaR determina las pérdidas máximas probables en que podría incurrir una IIC durante un horizonte temporal concreto. Dentro de dicha metodología se admite la posibilidad de elegir a su vez entre un límite de VaR relativo (de manera que el VaR de la IIC no podrá ser superior a dos veces el VaR de una cartera de referencia) o de VaR absoluto (fijando para ello un riesgo máximo del 20% sobre el patrimonio de la IIC calculado con un nivel de confianza del 99% y un horizonte temporal de un mes). La Circular establece las condiciones cualitativas y cuantitativas precisas para la aplicación de la metodología VaR, así como otras pruebas y medidas de riesgo que deberán implementarse para complementar dicha metodología (*stress testing*, *back testing*, monitorización del apalancamiento de la IIC y, en su caso, cálculos de VaR condicional).

Adicionalmente, la Circular establece otra serie de normas aplicables a las IIC. En concreto, establece medidas relacionadas con el cómputo de los límites de contraparte y de diversificación de inversiones y con el marco aplicable a las IIC con objetivo concreto de rentabilidad, así como criterios para la valoración de los instrumentos derivados y sus subyacentes.

Por último, la Circular contiene varias disposiciones adicionales en las que se establecen modificaciones a determinados modelos de información reservada que las IIC y las entidades gestoras deben remitir a la CNMV.

## 12.4 Supervisión de las entidades de capital-riesgo

Durante el ejercicio 2010 se incluyó, por primera vez, la supervisión in situ de sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo dentro de programa de supervisión de la CNMV. Se revisó el proceso de oferta de acciones y participaciones para la captación de clientes y la existencia de procedimientos adecuados en la inversión del patrimonio comprometido, así como los procedimientos de diligencia debida (*due diligence*) que se aplican sobre las inversiones potenciales y realizadas. También se verificó el cumplimiento de las obligaciones de información a los partícipes.

A lo largo del ejercicio, mejoró considerablemente la recepción de la información que proviene de los estados de las entidades. El número de entidades de capital-riesgo inscritas en el registro de la CNMV experimentó un ligero aumento (véase capítulo 9). No obstante, por segundo año consecutivo, el patrimonio neto del conjunto de las entidades de capital-riesgo volvió a disminuir, en un porcentaje próximo al 2%. Esta disminución del patrimonio neto total obedeció, principalmente, al aumento en la cifra de pérdidas obtenidas en el ejercicio.

Por otro lado, como consecuencia del incremento en el número de entidades que registraron pérdidas al final del ejercicio, la situación de equilibrio patrimonial se vio afectada, por lo que se adoptaron medidas de supervisión para que las entidades retornaran al equilibrio exigido por la ley. Con las entidades que tuvieron dificulta-

des para el cumplimiento del coeficiente de inversión exigido del 60% del activo computable se actuó de modo similar.

## 12.5 Supervisión de las sociedades gestoras de fondos de titulización

En relación con la supervisión de las sociedades gestoras de fondos de titulización (SGFT), las actuaciones llevadas a cabo en 2010 tuvieron por objeto, esencialmente, confirmar, una vez transcurrido un plazo prudencial, la subsanación de las incidencias detectadas.

## 12.6 Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales

En el ámbito del convenio de colaboración entre la CNMV y el servicio ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (SEPBLAC), se llevó a cabo la revisión del cumplimiento de las obligaciones en materia de prevención del blanqueo de capitales en aquellas entidades previamente acordadas con el SEPBLAC, y se remitió a este organismo la comunicación con las conclusiones alcanzadas sobre el grado de cumplimiento de las obligaciones en materia de blanqueo por parte de las entidades.



### 13.1 Atención de reclamaciones

La CNMV atiende las reclamaciones presentadas por los inversores en el ámbito de las actividades que supervisa. No obstante, 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 puede ser un elemento que ayude al inversor a obtener la reparación del perjuicio causado.

En 2010 se presentaron ante la CNMV un total de 2.296 reclamaciones, un 6,6% más que en 2009. Aunque este incremento es moderado en comparación con el registrado el año anterior (cuando superó el 100%), el número de reclamaciones sigue siendo notablemente superior al presentado hasta 2008, lo que sugiere la presencia de un cierto efecto específico de la crisis financiera y económica también en este capítulo. Como se advierte en el cuadro 13.1, en 2010 se tramitaron un total de 2.087 reclamaciones, lo que supone un aumento del 84% respecto al año anterior. Al cierre del ejercicio quedaban pendientes de resolución un total de 1.619 reclamaciones.

Reclamaciones tramitadas según tipo de resolución

CUADRO 13.1

	2008		2009		2010		% var. 10/09
	Número	% s/total	Número	% s/total	Número	% s/total	
<b>Resueltas</b>	<b>722</b>	<b>80</b>	<b>823</b>	<b>72</b>	<b>1.774</b>	<b>85</b>	<b>116</b>
Informe favorable al reclamante	226	25	292	26	807	39	176
Informe desfavorable al reclamante	365	41	255	22	534	26	111
Informe sin pronunciamiento	10	1	57	5	154	7	170
Avenimiento	112	13	198	17	241	12	63
Desistimiento	9	1	21	2	32	2	52
<b>No resueltas</b>	<b>177</b>	<b>20</b>	<b>314</b>	<b>28</b>	<b>313</b>	<b>15</b>	<b>0</b>
Competencia de otros organismos	41	5	86	8	128	6	49
No admitidas	136	15	228	20	185	9	-19
<b>Total reclamaciones tramitadas</b>	<b>899</b>	<b>100</b>	<b>1.137</b>	<b>100</b>	<b>2.087</b>	<b>100</b>	<b>84</b>
<b>Pro memoria</b>							
Total presentadas	1.058		2.154		2.296		7

Fuente: CNMV.

Las reclamaciones resueltas mediante emisión de informes, avenimiento o desistimiento supusieron el 85% del total. Cabe destacar el importante aumento de las resueltas con informe favorable a los reclamantes, que pasaron del 26% de las tramitadas en 2009 al 39% en 2010. En conjunto, las resueltas con informe favorable o con avenimiento entre las entidades y los clientes supusieron más de la mitad del total. También destaca un nuevo aumento de las reclamaciones no resueltas por ser competencia de otros organismos, que pone de manifiesto el uso creciente por parte del público de la denominada «ventanilla única» ante los supervisores (estas reclamaciones se trasladan de oficio al organismo competente). Finalmente, cabe reseñar un descenso en las reclamaciones no admitidas por incumplimiento de los requisitos formales.

Las entidades contra las que se dirigió un mayor número de reclamaciones fueron las entidades de crédito, circunstancia que refleja esencialmente su peso en la distribución comercial de productos y servicios financieros. Cuatro entidades concentraron más del 40% de los informes emitidos con resolución favorable al reclamante.

En cuanto a los motivos de reclamación, entre las resueltas en 2010 destaca el fuerte aumento de las relacionadas con la prestación de servicios de inversión y, dentro de éstas, las referidas a problemas en servicios de recepción, transmisión y ejecución de órdenes y a la información suministrada al cliente, como se aprecia en el cuadro 13.2. En concreto, más del 50% de las reclamaciones en materia de órdenes resueltas ponían de manifiesto fallos en la evaluación de la conveniencia o de la idoneidad de los productos financieros antes de su oferta a los inversores. Entre los productos afectados destacaron, especialmente, los contratos de permuta financiera de tipos de interés y, en menor medida, los contratos sobre la inflación y sobre determinadas materias primas. En el capítulo de reclamaciones sobre órdenes también destacan las referidas a dificultades para la venta por los inversores de participaciones preferentes en su cartera. Respecto a las reclamaciones por deficiencias en la información, al igual que en 2009, la mayor parte se refirieron a la contratación de bonos estructurados y otros productos emitidos por Lehman Brothers y por bancos islandeses. Por último, en cuanto a las reclamaciones relacionadas con IIC, su aumento, aunque menor, fue también notable, destacando sobre todo las referidas a deficiencias en la información suministrada y a incidencias en el reembolso.

### Reclamaciones resueltas. Distribución por materia

CUADRO 13.2

	2008		2009		2010		% var. 2010/09
	Número	% s/total	Número	% s/total	Número	% s/total	
<b>Prestación servicios de inversión</b>	<b>388</b>	<b>54</b>	<b>525</b>	<b>64</b>	<b>1.349</b>	<b>76</b>	<b>157</b>
Recepción, transmisión y ejecución de órdenes	200	28	256	31	690	39	170
Información suministrada al cliente	112	16	188	23	491	28	161
Comisiones y gastos	59	8	63	8	92	5	46
Otros	17	2	18	2	76	4	322
<b>Fondos de inversión y otras IIC</b>	<b>334</b>	<b>46</b>	<b>298</b>	<b>36</b>	<b>425</b>	<b>24</b>	<b>43</b>
Información suministrada al cliente	95	13	108	13	181	10	68
Suscripciones/reembolsos	103	14	92	11	152	9	65
Traspasos	88	12	61	7	61	3	0
Comisiones y gastos	48	7	37	5	31	2	-16
<b>Total reclamaciones resueltas</b>	<b>722</b>	<b>100</b>	<b>823</b>	<b>100,0</b>	<b>1.774</b>	<b>100</b>	<b>116</b>

Fuente: CNMV.

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 en el futuro. Por ello, la CNMV realiza un seguimiento de las rectificaciones para prevenir la repetición de malas prácticas o actuaciones incorrectas y estimular la adopción de medidas correctoras. Además, este seguimiento 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.

De las 807 reclamaciones cerradas con informe favorable al reclamante en 2010, en el 13,4% de las ocasiones las entidades rectificaron su actuación según los criterios anteriormente descritos. Este porcentaje es inferior al de 2009 (18,2%), año en el que ya se acusó un importante descenso respecto al precedente (del 34,1%). Además, en 2010 aumentaron las entidades que no rectificaron y/o discreparon de los criterios de la CNMV (15% en comparación con el 7,2% del año precedente). Las entidades que no contestaron y, por tanto, se considera que no han rectificado supusieron el 71,4% del total.

### Reclamaciones especialmente significativas

Como se ha indicado, la CNMV tramitó en 2010 un elevado número de reclamaciones relacionadas con la contratación de permutas financieras. El 20 de abril de 2010, la CNMV y el Banco de España publicaron una nota conjunta de delimitación competencial en relación con la supervisión y resolución de las reclamaciones que afectan a instrumentos o productos financieros derivados de cobertura, según la cual todos aquellos contratos para los que no quede acreditada una vinculación con algún producto bancario (como un préstamo o un contrato de financiación a tipo de interés variable) formalizado con la entidad reclamada estarán sometidos al ámbito de supervisión de la CNMV<sup>1</sup>. En este tipo de reclamaciones, la CNMV analiza el cumplimiento de las normas de conducta en su comercialización, tanto en lo referido a la evaluación previa de la conveniencia del contrato como a la información facilitada sobre las características y riesgos del mismo, incluido el riesgo de incurrir en pérdidas bajo determinadas circunstancias, así como sobre la posibilidad de que el cliente solicite la cancelación anticipada del contrato y los criterios para el cálculo de la liquidación resultante.

En este tipo de reclamaciones la incidencia más importante detectada en la época previa a la MiFID fue la falta de acreditación por las entidades de que disponían de información suficiente sobre el reclamante para valorar la adecuación del producto a su perfil inversor, en los términos que contemplaba la normativa anteriormente vigente.

En contrataciones posteriores a la transposición de la MiFID, si bien se advierte un mayor grado de acreditación de la valoración de la conveniencia del producto a con-

---

1 Véase la comunicación de la CNMV «Delimitación de competencias de la CNMV y del Banco de España en relación con la supervisión y resolución de las reclamaciones que afectan a instrumentos o productos financieros derivados de cobertura», disponible en <http://www.cnmv.es/Portal/AIDia/Comunicaciones.aspx?lang=es>

tratar (historial inversor del reclamante, cualificación personal y profesional, nivel de estudios y de negocio –en caso de sociedades mercantiles–, etc.), en bastantes casos se ha concluido que con las contestaciones dadas por el reclamante en los cuestionarios de conveniencia resultaba discutible que la entidad concluyera que el producto era conveniente.

En materia de participaciones preferentes, merecen destacarse las reclamaciones referidas tanto a la información previa a la adquisición como a la tramitación de las órdenes de venta. En el primer caso, en 2010 destacaron las reclamaciones relacionadas con la falta de adecuación de la inversión a las condiciones o el perfil de los reclamantes, así como a la ausencia de información completa sobre las características y riesgos de los valores antes de su adquisición. En algunas ocasiones, los reclamantes manifestaron quejas por haber recibido una información verbal deficiente en relación con las características y riesgos de los valores y, sin embargo, se aportaba al expediente copia de la orden de suscripción firmada por medio de la cual se acreditaba la entrega del folleto informativo al reclamante con anterioridad a la adquisición de las participaciones preferentes. Respecto a las órdenes de venta, también abundaron las reclamaciones por falta de ejecución en el mercado secundario, en este caso el mercado AIAF. En algunos casos se constató que, durante el tiempo en que las órdenes estuvieron en vigor, la entidad reclamada intermedió en operaciones en el mercado de similares características a las ordenadas por el inversor, sin que dicha entidad acreditase la preferencia de las órdenes ejecutadas con respecto a las órdenes no atendidas de los reclamantes. En otros casos, incluso quedó acreditado que la entidad intermedió en operaciones en el mercado a precios inferiores a los consignados por los reclamantes en sus órdenes de venta, contraviniendo su política de mejor ejecución. Resulta especialmente relevante que, en la mayoría de los casos analizados, las entidades proveedoras de liquidez no estaban exoneradas de su obligaciones en esta materia y que, a pesar de ello, la entidad reclamada ni siquiera se puso en contacto con aquéllas para tratar de dar una salida a sus clientes por esta vía.

Respecto a las reclamaciones sobre IIC, cabe destacar que siguieron recibándose reclamaciones en las que no quedaba acreditada la entrega, por parte de las entidades comercializadoras, del folleto informativo y demás documentación legal a entregar al partícipe con anterioridad a la suscripción de participaciones en fondos de inversión. También siguieron produciéndose incidencias en relación con las órdenes de traspaso de fondos de inversión por parte tanto de las entidades de destino (rechazo de la solicitud por falta de identificación de la titularidad de los ordenantes, falta de información a los clientes sobre la obligación de realizar una compraventa de divisas en los traspasos entre IIC denominadas en divisas, falta de información al reclamante sobre la existencia de requisitos mínimos de inversión en la IIC de destino, entre otras) como de las de origen (falta de diligencia a la hora de responder a la entidad de destino sobre las circunstancias que habían provocado el rechazo del traspaso). Asimismo, en relación con la suscripción y el reembolso de participaciones, se siguieron recibiendo reclamaciones relativas al valor liquidativo aplicado, por no concordar con las reglas establecidas en los folletos informativos y las memorias de comercialización de los fondos.

Cabe mencionar, finalmente, las reclamaciones relacionadas con las testamentarias. En este apartado siguieron siendo frecuentes los errores por parte de las entidades a la hora de ejecutar la herencia del causante y repartirla entre los herederos, si bien en cuanto se detecta el error lo más frecuente es que la entidad reclamada lo rectifique. En algunos casos, además, se aprecia una demora injustificada desde que la



entidad tuvo en su poder toda la documentación relativa a la sucesión hasta que los valores estuvieron anotados a favor de los nuevos titulares legítimos, retrasando la operación de cambio de titularidad.

### 13.2 Información a los inversores

El año 2010 se ha caracterizado por un menor volumen de consultas en comparación con el año precedente y por una mayor diversidad de los asuntos objeto de consulta. Durante el ejercicio se atendieron 10.613 consultas, lo que supone un descenso del 25,5% respecto al año precedente, que se explica, en primer lugar, porque se produjeron menos consultas sobre la situación de las entidades afectadas por la crisis financiera, sobre la comercialización de productos novedosos en el mercado, y sobre instrumentos cuya emisión se realizaba al amparo de una nueva normativa, no conocida por los inversores<sup>2</sup>. También contribuyó al descenso en las consultas un mayor recurso al proceso de presentación de solicitudes a través de Internet, tras haberse implantado un formulario de solicitud en la página web de la CNMV (disponible en el Portal del Inversor) que requiere del solicitante una especificación más precisa del motivo de la consulta, en contraposición con el sistema anterior de emisión de correos electrónicos sin un formato preestablecido (véase cuadro 13.3). El nuevo formulario electrónico ha simplificado notablemente la tramitación de las consultas, reduciéndose el tiempo de respuesta. Por otro lado, es importante indicar que ya no se computan como tales las numerosas consultas que la CNMV atiende directamente en las ferias de bolsa en las que participa (Bolsalia y Borsadiner).

Como se aprecia en el cuadro 13.3, el teléfono continuó siendo el medio más empleado para realizar consultas, seguido del formulario web y los escritos. Estos últimos disminuyeron notablemente en comparación con 2009, cuando experimentaron un aumento excepcional debido a las numerosas peticiones de información relacionadas con la suspensión de los reembolsos de Santander Banif Inmobiliario, FII. Respecto a las consultas telefónicas, sólo el 7% requirieron una atención especializada por parte de los técnicos de la CNMV, mientras que el resto fueron atendidas a través de un centro de llamadas.

#### Distribución por canal de recepción de las consultas

CUADRO 13.3

	2009		2010		% var. 2010/09
	Número	% s/total	Número	% s/total	
Teléfono	9.556	67	8.219	77	-14
Correo electrónico <sup>1</sup>	2.944	21	29	0	-99
Escritos	1.136	8	278	3	-76
Presencial <sup>1</sup>	574	4	0	0	-100
Formulario <sup>2</sup>	38	0	2.087	20	5.392
<b>Total</b>	<b>14.248</b>	<b>100</b>	<b>10.613</b>	<b>100</b>	<b>-26</b>

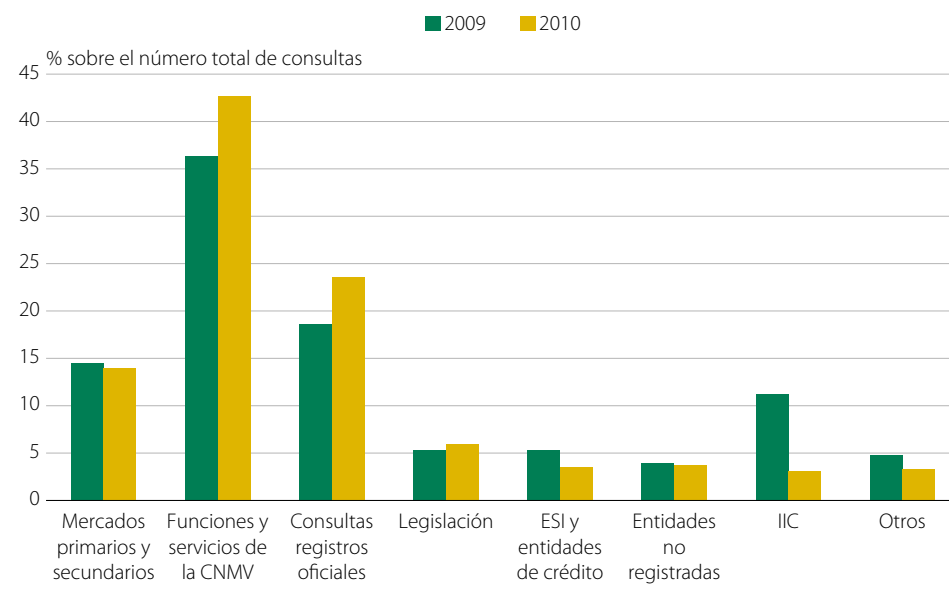
Fuente: CNMV. (1) En 2010 no se computan las consultas atendidas en las ferias de bolsa en las que participa la CNMV. (2) A finales de 2009 se sustituyó el correo electrónico por el formulario de consultas.

2 Véanse el Informe Anual de la CNMV y la Memoria de atención de reclamaciones y consultas de los inversores correspondientes a 2009.

Como se aprecia en el gráfico 13.1, en la mayoría de las consultas se solicitaba información contenida en los registros oficiales (datos de registro de entidades o contratos y tarifas por servicios de inversión o hechos relevantes, entre otros contenidos de libre acceso al público) o relacionada con servicios de la CNMV (reclamaciones en tramitación, guías y fichas del inversor, comunicaciones de la CNMV, estadísticas, publicaciones, etc.).

Consultas según materia

GRÁFICO 13.1



Fuente: CNMV.

### 13.3 Fondo General de Garantía de Inversiones (FOGAIN)

El número de entidades adheridas al Fondo General de Garantía de Inversiones ascendía a finales de 2010 a 146, cuatro menos que en 2009. En concreto, durante el ejercicio se adhirieron doce nuevas entidades (seis SAV y seis SGIIC) y causaron baja 16 (once SAV, tres SGC y dos SGIIC). El total de entidades adheridas se distribuía como sigue: 50 SV, 45 AV, 6 SGC, 44 SGIIC y una sucursal de una empresa de servicios de inversión extranjera. Como ha venido ocurriendo en los últimos ejercicios, desde que se modificó la normativa que permite a las SGIIC realizar determinados servicios de inversión (Ley 35/2003, de Instituciones de Inversión Colectiva, y su correspondiente Reglamento, aprobado mediante el Real Decreto 1309/2005) este grupo es el único en el que aumentaron las entidades adheridas.

Evolución del número de entidades adheridas

CUADRO 13.4

Tipo de entidad	2006	2007	2008	2009	2010
SAV	101	99	101	100	95
SGC	17	11	10	9	6
SGIIC	2	25	34	40	44
ESI extranjeras (sucursales)	1	1	1	1	1
<b>Total</b>	<b>121</b>	<b>136</b>	<b>146</b>	<b>150</b>	<b>146</b>

Fuente: CNMV.

La declaración de concurso de acreedores de Sebroker Bolsa, A.V., S.A. en marzo de 2010 requirió la intervención del Fondo. Éste, al final del ejercicio, había indemnizado a 214 clientes de esa entidad, por un importe total de 734 mil euros, lo que supone algo más de un 83% de la indemnización estimada, de acuerdo con los datos de que dispone el Fondo.

Asimismo, el FOGAIN continuó tramitando las solicitudes de indemnización de insolvencias producidas en años anteriores, si bien, dado que la mayoría de éstas ya han sido satisfechas, esta actividad es cada vez más residual. En concreto, en 2010 estas indemnizaciones afectaron tan sólo a un reducido número de clientes de AVA Asesores de Valores, A.V., S.A. Conviene recordar que la actual regulación establece un plazo máximo de quince años para solicitar el pago de indemnización, por lo que el FOGAIN debe estar en disposición de satisfacer a aquellos clientes que tengan derecho a ella durante dicho plazo.

Por otra parte, el FOGAIN continuó realizando los trámites oportunos en los diferentes ámbitos procesales y extraprocesales con el propósito de obtener la recuperación de las cantidades satisfechas en concepto de indemnización. Así, a final del ejercicio, se encontraban muy avanzados los procesos de recuperación relativos a AVA, Asesores de Valores, S.A. y Gescartera Dinero, A.V., S.A.

Cabe señalar que el presupuesto del FOGAIN para el ejercicio 2010 se elaboró, por primera vez, conforme a los datos aportados por la CNMV a partir de los estados reservados que remiten las entidades adheridas al fondo, y que se desembolsó la totalidad de las aportaciones presupuestadas.

## 13.4 Formación del inversor

### 13.4.1 Plan de Educación Financiera

En mayo de 2010 se concretó uno de los proyectos más representativos del Plan de Educación Financiera, que están desarrollando conjuntamente la CNMV y el Banco de España, con el lanzamiento del portal [www.finanzasparatodos.es](http://www.finanzasparatodos.es), que ofrece consejos prácticos, herramientas y calculadoras para la planificación del ahorro y la economía personal. Entre otras, el portal contiene una sección de novedades en la que se puede encontrar información sobre las diversas iniciativas de desarrollo del Plan, ya sean de alcance general u orientadas a colectivos específicos, así como llamadas de atención acerca de cuestiones de actualidad relacionadas con la gestión de las finanzas domésticas. Durante sus primeros siete meses de vida, el portal recibió cerca de 200 mil visitas.

En el ámbito del acuerdo de colaboración firmado con el Ministerio de Educación cabe destacar la puesta en marcha del programa piloto de Educación Financiera en el tercer curso de la Enseñanza Secundaria Obligatoria (ESO), en el que participan casi tres mil estudiantes de 32 colegios pertenecientes a 14 Comunidades Autónomas, Ceuta y Melilla. El programa se está llevando a cabo en el actual curso académico 2010/11, y consiste en la impartición de un mínimo de diez horas sobre conceptos básicos de finanzas personales como el ahorro, los medios de pago o el consumo responsable. Con el fin de ofrecer a los jóvenes un enfoque más práctico y lúdico de estos temas, y de proporcionar a los docentes un apoyo adicional en su tarea, se ha desarrollado un portal con diversos juegos, herramientas y recursos interactivos ([www.gepeese.es](http://www.gepeese.es)).

Puesto que el Plan de Educación Financiera tiene como principal objetivo mejorar la cultura financiera de toda la población, resulta indispensable conseguir la difusión masiva de estos portales y de las demás iniciativas emprendidas, como por ejemplo la colección de fichas «Consejos básicos de economía familiar». En este sentido se enmarcan algunas de las acciones derivadas de los convenios con entidades y organismos públicos y privados. Durante 2010, varias cajas de ahorros adheridas al convenio firmado entre la CNMV, el Banco de España y la Confederación Española de Cajas de Ahorros enlazaron [www.finanzasparatodos.es](http://www.finanzasparatodos.es) a sus webs corporativas. Otras entidades asumieron la impresión y difusión de la colección de fichas mediante encartes en prensa o poniéndolas a disposición del público en las oficinas municipales de información al consumidor.

Al mismo tiempo, durante 2010, la CNMV continuó con la formalización de numerosos acuerdos de colaboración con entidades públicas y privadas con el fin de poner la educación financiera al alcance del mayor número posible de personas. En este sentido, cabe destacar la impartición de varios cursos de «formación de formadores» dirigidos a profesionales del consumo, en el marco del convenio de colaboración con el Instituto Nacional del Consumo (INC).

#### **13.4.2 Actividades formativas de la CNMV**

##### **Publicaciones y recursos para inversores**

Durante 2010, la CNMV continuó elaborando nuevas publicaciones para inversores y actualizando las ya disponibles (véase cuadro 13.5). Conviene recordar que los inversores pueden suscribirse a estas publicaciones y recibirlas gratuitamente como lo harán, a lo largo de 2011, los 14 mil suscriptores con los que ya cuenta este servicio.

Por lo que se refiere a los recursos en línea, la CNMV ha puesto a disposición del público en el Portal del Inversor dos nuevos cursos virtuales gratuitos y de libre acceso: el «Curso de decisiones de inversión» y el «Curso de órdenes de valores». Ambos están diseñados con un formato de tutoriales interactivos y tratan de difundir conocimientos esenciales para quien desee participar en los mercados.

	Fichas del inversor	Guías del inversor
Títulos	<p>Tríptico «Oficina de Atención al Inversor»</p> <p>¿Qué fondos de inversión puede encontrar en el mercado?</p> <p>Cómo interpretar la publicidad financiera</p> <p>Los derechos de suscripción preferente</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> <p>Las opas. Qué son y cómo actuar</p>	Las preguntas que debe hacerse todo accionista de una compañía cotizada
Actualizaciones y próximos lanzamientos	<p>Participaciones preferentes (PPR)</p> <p>Determine su perfil como inversor</p> <p>Cómo se relaciona la rentabilidad y riesgo</p> <p>Panorámica de productos de inversión</p>	<p>Las órdenes de valores</p> <p>Toma de decisiones</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</i> y <i>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>Los productos de renta fija</p> <p>Las empresas de servicios de inversión</p>

Fuente: CNMV.

## Conferencias y seminarios

Como en años anteriores, la CNMV participó de forma activa en diversos foros orientados a la concienciación y capacitación de los consumidores financieros, como los cursos de verano de la UNED y las ferias de bolsa y mercados Bolsalia (Madrid) y Borsadiner (Barcelona). En estos foros se celebran encuentros formativos y conferencias destinados a dar a conocer los servicios que presta la CNMV.

## Foros internacionales sobre educación financiera

Entre las actividades de este tipo realizadas durante 2010, 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.

Con el fin de asumir un papel más activo en este foro, la CNMV está participando en un programa para valorar la utilidad de una guía para la evaluación de programas

de educación financiera elaborada por los expertos de la INFE. La participación en este proyecto conlleva la realización de una definición exhaustiva de las características, objetivos y recursos de los programas que se están llevando a cabo y la selección del sistema más adecuado para evaluar su efectividad. Identificar hasta qué punto se han alcanzado los objetivos, cuantitativos o cualitativos, previstos para cada programa, es esencial para realizar los ajustes necesarios de cara al futuro y conseguir una mejor asignación de los recursos.

En concreto, la CNMV está aplicando la guía de evaluación de la OCDE en relación con tres de los programas del Plan de Educación Financiera: el programa piloto en tercero de la ESO, el programa de «formación de formadores», en colaboración con el INC, y el programa de difusión del portal [www.finanzasparatodos.es](http://www.finanzasparatodos.es).

## 14 Actuaciones disciplinarias

### 14.1 Expedientes sancionadores

#### 14.1.1 Descripción de los expedientes

Durante 2010, el Comité Ejecutivo de la CNMV acordó la incoación de 27 nuevos expedientes sancionadores, en los que se imputaron un total de 48 presuntas infracciones (véanse cuadros 14.1 y 14.2).

De las infracciones analizadas, el grupo más numeroso, 14 en total, identificadas en nueve expedientes sancionadores, se referían a conductas relacionadas con el incumplimiento del régimen jurídico de comunicación y publicidad de participaciones significativas en sociedades cotizadas. Diez expedientes contemplaban infracciones por abuso de mercado (manipulación de mercado y uso de información privilegiada) y el resto infracciones de diversos tipos (por retraso y otras irregularidades en la remisión a la CNMV y al mercado de información regulada de carácter financiero por parte de las sociedades emisoras, incumplimiento de la obligación de difusión de información relevante, suministro de información engañosa en procedimientos de opa, incumplimiento del régimen jurídico sobre las acciones propias y vulneraciones de la normativa general de ESI e IIC).

#### Expedientes abiertos y concluidos

CUADRO 14.1

	2009	2010
Número de expedientes abiertos	21	27
Número de expedientes concluidos	9	24
De los cuales:		
Abiertos en 2008	9	2
Abiertos en 2009	-	16
Abiertos en 2010	-	6

Fuente: CNMV.

En tres de los expedientes sancionadores incoados por uso indebido de información privilegiada, simultáneamente a la incoación 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. En los tres casos, el Ministerio Fiscal se querreló contra los presuntos infractores, por lo que la CNMV procedió a la suspensión de los expedientes administrativos hasta que recaiga resolución firme en el proceso penal.

Asimismo, la CNMV comunicó a la autoridad judicial la apertura de dos expedientes sancionadores incoados a sendas sociedades cotizadas y a sus responsables, ante el conocimiento de que se estaban tramitando procesos penales por los mismos he-

chos o por hechos racionalmente no separables de los contemplados en dichos expedientes. Con la comunicación se dio traslado de las actuaciones practicadas y se procedió a la suspensión de los expedientes administrativos hasta que se produzca resolución judicial firme.

**Número de infracciones de cada tipo en los expedientes sancionadores**

CUADRO 14.2

	Abiertos		Cerrados	
	2009	2010	2009	2010
<b>Infracciones muy graves</b>	<b>19</b>	<b>35</b>	<b>12</b>	<b>22</b>
I. No declaración/incorrecta comunicación de participaciones significativas	1	14	4	6
II. Manipulación de mercado	1	1	-	-
III. Incumplimiento de coeficientes	-	-	1	-
IV. No comunicación de hechos relevantes / Información engañosa, inexacta o con omisiones relevantes	1	2	-	1
V. Incumplimiento en materia de información periódica de los emisores	4	4	2	3
VI. Incumplimiento en materia de opas	6	4	2	9
VII. Incumplimiento normativa general de las ESI	2	2	-	1
VIII. Incumplimiento normativa general de las IIC	-	1	2	-
IX. Información privilegiada	4	7	1	2
X. Resistencia a la actuación inspectora	-	-	-	-
<b>Infracciones graves</b>	<b>13</b>	<b>9</b>	<b>5</b>	<b>13</b>
I. Incumplimiento en materia de gobierno corporativo			1	2
II. Incumplimiento en materia de abuso de mercado			1	1
III. Incumplimiento normativa general de las ECR	8	-	-	8
IV. Incumplimiento normativa general de las ESI	-	1	-	-
V. Incumplimiento normas de conducta	2	-	1	1
VI. Información privilegiada	2	1	-	-
VII. No elaboración/publicación/remisión en plazo de informes preceptivos	-	4	1	3
VIII. Desatender requerimientos CNMV	-	-	1	1
<b>Infracciones leves</b>	<b>-</b>	<b>1</b>	<b>-</b>	<b>1</b>
<b>Infracciones del artículo 89 de la LSA</b>	<b>-</b>	<b>3</b>	<b>-</b>	<b>1</b>

Fuente: CNMV.

Durante el ejercicio, la CNMV concluyó 24 expedientes que incluían un total de 36 infracciones tipificadas en la normativa de los mercados de valores (22 muy graves, 13 graves y una leve) más una infracción tipificada en el artículo 89 del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. Dos de los expedientes resueltos se iniciaron en 2008, 16 en 2009 y seis en 2010. En el cuadro 14.2 puede consultarse la naturaleza de las infracciones tratadas en los diferentes expedientes sancionadores concluidos en 2010 y, en el anexo IV.2, un resumen de las resoluciones adoptadas por la CNMV. Como se indica en el cuadro 14.3, se impusieron 60 multas, por un importe de 2.345.500 euros, y una inhabilitación en el ejercicio del cargo por un plazo de cinco años.



	2009			2010		
	Número	Importe <sup>1</sup>	Periodo <sup>2</sup>	Número	Importe <sup>1</sup>	Periodo <sup>2</sup>
Multa	29	498,1	–	60	2.345,5	–
Separación/inhabilitación general	2	–	6	1	–	60
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 2010 las siguientes resoluciones sancionadoras relativas a infracciones graves o muy graves:

- Resolución de 4 de febrero de 2010, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica la sanción por infracción grave impuesta
- Resolución de 4 de febrero de 2010, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracción muy grave impuestas a
- Resolución de 22 de abril de 2010, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica la sanción por infracción muy grave impuesta a
- Resolución de 29 de abril de 2010, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica la sanción por infracción muy grave impuesta a
- Resolución de 29 de abril de 2010, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracción muy grave impuestas a y a los miembros de su Consejo de administración.
- Resolución de 29 de abril de 2010, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracciones graves impuestas a y a los miembros de su Consejo de administración.
- Resolución de 2 de junio de 2010, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica la sanción por infracción grave impuesta a la
- Resolución de 7 de octubre de 2010, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracciones muy graves impuestas a

- Resolución de 4 de noviembre de 2010, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracción muy grave impuestas a la \_\_\_\_\_ a su presidente y a su director general.
- Resolución de 4 de noviembre de 2010, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracción muy grave impuestas a \_\_\_\_\_ a su presidente y a su director general.
- Resolución de 4 de noviembre de 2010, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracción grave impuestas a \_\_\_\_\_ a su presidente y a su director general.
- Resolución de 23 de diciembre de 2010, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica la sanción por infracción muy grave impuesta \_\_\_\_\_

### 14.1.3 Criterios de interés

#### Comunicación de operaciones sospechosas de abuso de mercado

La LMV, en su artículo 83 quater, impone a las empresas de servicios de inversión y a las entidades de crédito el deber de avisar a la CNMV, con la mayor celeridad posible, cuando consideren que existen indicios razonables para sospechar que una operación utiliza información privilegiada o constituye una práctica que falsea la libre formación de los precios. Esta obligación está también recogida en el ámbito comunitario, a través de la Directiva de Abuso de Mercado. Por su parte, CESR estableció una serie de directrices y un formato común para informar sobre transacciones sospechosas, con el objetivo de garantizar que la obligación establecida de informar sobre dichas transacciones se aplique de una forma proporcionada y eficaz<sup>1</sup>.

A tal efecto, CESR proporcionó una lista de «indicaciones de posibles transacciones sospechosas» para su uso por los intermediarios financieros como prueba en la detección de tales operaciones y para facilitar, de este modo, su notificación. Estas indicaciones se corresponden, en esencia, con los indicios para la identificación de prácticas de manipulación de mercado que figuran en el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la LMV en materia de abuso de mercado.

La obligación de comunicar operaciones sospechosas de abuso de mercado tiene una finalidad preventiva y constituye un instrumento eficaz en la labor de supervisión de la CNMV. La LMV tipifica como infracción grave, en su artículo 100 x bis), el incumplimiento de la obligación de comunicación a la CNMV de este tipo de operaciones.

La CNMV acordó en 2010 incoar dos expedientes sancionadores a empresas de servicios de inversión por la falta de comunicación de operaciones sospechosas de constituir manipulación de mercado.

---

1 *Market Abuse Directive. Level 3 - first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive*, ref. CESR 04/505b.

En 2010 la CNMV abrió también dos expedientes sancionadores a sendas sociedades emisoras de valores y a sus responsables, por la difusión de información relevante a través de periodistas y medios de comunicación sin notificación simultánea a la CNMV para su difusión pública y general.

El régimen jurídico relativo a la obligación de difusión y comunicación de información relevante por parte de las sociedades cotizadas viene configurado básicamente en el artículo 82 de la LMV, que se complementa con el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la LMV en materia de abuso de mercado, y la Orden Ministerial EHA/1421/2009, de 1 de junio, por la que se desarrolla el artículo 82 de la LMV, en materia de información relevante.

En virtud de estas normas, las sociedades cotizadas tienen la obligación de difundir inmediatamente al mercado y comunicar simultáneamente a la CNMV, para su incorporación a un registro público, toda información relevante.

Resulta difícil definir, con criterios objetivos, qué informaciones pueden tener una influencia sensible en la cotización de los valores y merecer, por tanto, ser calificadas como relevantes. De ahí que todos los ordenamientos jurídicos que han desarrollado esta cuestión hayan recurrido a criterios de «razonabilidad» para dilucidarla. De acuerdo con estos criterios, una información es relevante si se estima que su conocimiento afectaría a la decisión de un «inversor razonable» de comprar o vender las acciones emitidas por una sociedad y, con ello, al precio de éstas en el mercado.

En consecuencia, todo hecho, decisión, acuerdo o contrato que afecte a la sociedad y que pueda modificar o haya modificado su rentabilidad o solvencia, o la de sus valores, o la percepción que el mercado tenga de ella con base en la información disponible previamente distribuida, puede afectar a la decisión de invertir o desinvertir y producir un cambio en el precio de los valores en circulación y negociados, y por lo tanto ser considerado información relevante.

La Orden Ministerial citada (OM EHA/1421/2009) incorpora unos parámetros para la mejor identificación de la información relevante (*ex* artículo 2) por parte de los obligados a su comunicación o, si se quiere, para realizar dicho juicio de razonabilidad, siempre sobre la base de que las sociedades cotizadas son las que están en mejores condiciones de valorar si una información que les afecte es relevante o no. Por lo que resulta de aplicación a los casos objeto de expediente, se considera que las «proyecciones, previsiones o estimaciones de magnitudes contables, financieras u operativas» son susceptibles de recibir «la consideración de información relevante» (*ex* artículo 5). Por último, se considera en todo caso que un emisor de valores incumple lo establecido en el artículo 82 de la LMV cuando, sin notificación simultánea a la CNMV, difunde información relevante a través de periodistas y, en general, profesionales de los medios de comunicación.

En cuanto a la tipificación de la infracción, el artículo 99 ñ) de la LMV considera infracción muy grave, entre otras conductas, «el incumplimiento, por parte de los emisores de valores, de la obligación establecida en el artículo 82 cuando de ello se derive un perjuicio grave para el mercado (...)».

## Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias

Finalmente, se comenta, por su interés, un tercer caso, correspondiente a la imposición de multas a los administradores responsables de una sociedad cotizada por la prestación de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias.

El régimen jurídico de los negocios sobre las acciones propias de las sociedades anónimas está presente en la Sección 4<sup>a</sup> del Capítulo IV del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (TRLSA)<sup>2</sup>, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima así como al mantenimiento y modificaciones de capital. Su artículo 81, que regula la asistencia financiera prestada por una sociedad anónima a un tercero para la adquisición de sus propias acciones, dispone que la sociedad no podrá anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de acciones de su sociedad dominante por un tercero.

La doctrina, con carácter general, mantiene que la prohibición de la asistencia financiera tiene varias finalidades fundamentales:

- a) Desde una perspectiva financiera o patrimonial, se argumenta que la prohibición de asistencia, como la normativa sobre autocartera a la que se asimila, tiene por finalidad la defensa de la integridad del capital y de la solvencia patrimonial de la sociedad frente a usos del patrimonio social en relación con el propio capital. Desde esta perspectiva, cabe extender el ámbito de protección de la prohibición a los intereses de accionistas y acreedores sociales frente a usos anómalos del patrimonio social, relativos al tráfico de acciones propias por terceros ajenos a la explotación del objeto social. De este modo, se trata de prevenir y evitar que la sociedad asuma riesgos financieros y patrimoniales por causa del negocio de asistencia financiera, con el cual distraerían de la explotación del objeto social recursos que deberían aplicarse al desarrollo de ese objeto social.
- b) Desde una perspectiva organizativa, se aduce que la prohibición de asistencia financiera tiene también por finalidad evitar los abusos que los gerentes y administradores de la sociedad podrían cometer con el fin de alterar o reforzar su poder de decisión en la sociedad. En efecto, la norma del artículo 81.1 del TRLSA prohíbe a los administradores y gerentes la posibilidad de que, mediante el ejercicio de su poder de decisión sobre el patrimonio social, faciliten a terceros asistencia financiera para la adquisición de acciones con la finalidad de afianzar su poder en la compañía mediante el apoyo de los terceros financiados en los órganos de gobierno de la sociedad, en particular, ante la Junta general. Se trata, en definitiva, de evitar que los administradores y gerentes puedan alterar, abusando del patrimonio social, la composición del accionariado de la sociedad con la finalidad de favorecer sus propios intereses.
- c) También, desde la perspectiva de los mercados de valores y respecto a las sociedades cotizadas, se argumenta que con la prohibición de asistencia financiera se evita la posibilidad de que dicha asistencia se emplee con una finalidad especulativa, estimulando artificiosamente la demanda de acciones con el fin de

---

2 Actualmente en el Capítulo VI del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

elevantar la cotización bursátil de las acciones. Una variante de este argumento atribuye a la prohibición la cualidad de evitar que la asistencia financiera para la adquisición de acciones propias se use como medida antiopa, bien provocando aumentos artificiales de la cotización de las acciones que disuadan a los accionistas de acudir a la opa, bien facilitando la adquisición de acciones por un tercero de confianza o de conveniencia que impida el éxito de la opa. En última instancia, de acuerdo con este argumento, la prohibición contribuiría a garantizar la igualdad de trato para los accionistas de la sociedad cotizada.

En cuanto al alcance de la prohibición de asistencia financiera, ésta se extiende a cualquier acto o negocio jurídico, con independencia de su calificación jurídica, realizado por la sociedad, que posibilite la obtención de los recursos necesarios para la adquisición por un tercero de sus propias acciones del que se derive para aquélla algún coste, real o potencial.

Por otra parte, el momento en que se facilita la financiación no es relevante a los efectos de aplicar la prohibición. Es más, los supuestos más característicos de asistencia financiera son aquéllos que se realizan con posterioridad a la adquisición de las acciones, una vez se ha conseguido el control de la sociedad y, por consiguiente, puede obtenerse de ella los medios financieros con los que posibilitar su adquisición, bien obteniendo directamente de la sociedad recursos dinerarios, bien gravando o enajenando sus activos, bien sirviéndose de su capacidad financiera para obtener de un tercero (una entidad bancaria) los recursos económicos suficientes con los que financiar su adquisición.

Tampoco es necesario que con la operación se alcance resultado material concreto alguno, ya sea la insolvencia de la sociedad o cualquier otro perjuicio a su patrimonio. No se exige, pues, que la asistencia financiera tenga carácter desventajoso para la sociedad, ni que le produzca una merma patrimonial efectiva o un menoscabo económico.

Por tanto, la Ley prohíbe la asistencia financiera para la adquisición de acciones propias con una finalidad preventiva. Trata de evitar el riesgo abstracto que la asistencia financiera supone para los intereses protegidos por la norma, evitando las situaciones perjudiciales que podrían derivarse del sobreendeudamiento y la utilización del patrimonio social para negocios ajenos al desarrollo del objeto social o su empleo abusivo por los administradores para asegurar su poder de decisión. La Ley configura la asistencia como una conducta ilícita de peligro abstracto, entendido como una acción peligrosa que no precisa serlo en una situación concreta, lo que se traduce en una presunción *iuris et de iure* de ilicitud de conducta.

El artículo 89 del mismo texto legal, relativo al régimen sancionador, recoge como infracción, entre otras, la conducta de vulneración de la citada prohibición.

## 14.2 Servicio contencioso: revisión judicial de resoluciones sancionadoras y otras actuaciones ante los órganos jurisdiccionales

En 2010 se interpusieron un total de doce recursos administrativos ante decisiones del Ministerio de Economía y Hacienda o de la CNMV. En el primer caso se interpusieron siete recursos (tres de alzada y cuatro de reposición), cinco de los cuales se resolvieron en el mismo ejercicio. Por su parte, la CNMV resolvió cinco recursos de reposición formulados contra distintos actos y resoluciones de la Comisión (véase

cuadro 14.4). En todos los casos las resoluciones recurridas fueron confirmadas por desestimación o inadmisión del recurso interpuesto.

Por la vía judicial se interpusieron 18 recursos contencioso-administrativos, cinco de ellos contra resoluciones sancionadoras, cinco relacionados con denuncias presentadas en la CNMV, cuatro interpuestos contra distintos actos relacionados con el proceso que finalizó con la revocación de la autorización de una agencia de valores, uno contra la denegación de la autorización de una empresa de asesoramiento financiero y tres contra otras resoluciones de la CNMV.

Asimismo, los tribunales dictaron 15 sentencias, de las cuales nueve fueron dictadas por la Audiencia Nacional y seis por el Tribunal Supremo; ocho de estas sentencias se refirieron a expedientes sancionadores; la Audiencia Nacional dictó también un auto de archivo por desistimiento del recurrente (véase cuadro 14.4 y anexo III.3). De las cinco sentencias dictadas por la Audiencia Nacional que se refieren a expedientes sancionadores, dos confirmaron íntegramente las resoluciones recurridas, dos rebajaron las sanciones y otra anuló la sanción impuesta. No obstante, dos de estas últimas sentencias han sido recurridas en casación. Por su parte, el Tribunal Supremo dictó dos sentencias que confirmaron las resoluciones sancionadoras, y desestimó un recurso de casación en interés de ley interpuesto por la CNMV. Por lo que se refiere a los recursos contra resoluciones no sancionadoras, en todos los casos resultaron confirmadas las resoluciones impugnadas, entre las que destacan tres sentencias del Tribunal Supremo que declararon la no existencia de responsabilidad de la CNMV por su actuación en relación con dos agencias de valores.

Asimismo, y dando cumplimiento al principio general imperativo de colaboración con las autoridades judiciales, durante el ejercicio de 2010 la CNMV continuó asistiendo en el ejercicio de sus funciones a los jueces y tribunales y, de forma destacable, ofreciendo su 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 2010 ascendió a la cifra de 134, tal y como se recoge en el cuadro 14.4. El mayor número de peticiones, un total de 76, 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 titularidad de personas o entidades (cuestión cuyo conocimiento corresponde a las entidades depositarias de dichos valores) y sobre la práctica de pruebas en procedimientos de diversa índole interpuestos ante distintas instancias judiciales, con solicitud de datos o documentación.

#### Procedimientos en los que ha intervenido la CNMV en 2010

CUADRO 14.4

	Interpuestos	Resueltos
<b>Recursos administrativos</b>	<b>12</b>	<b>10</b>
Alzada	3	2
Reposición	9	8
<b>Recursos contencioso-administrativos</b>	<b>18</b>	<b>16</b>
		<b>Solicitudes tramitadas</b>
<b>Colaboración con tribunales</b>		<b>134</b>

Fuente: CNMV.

### 14.3 Denuncias

Durante el año 2010 se presentaron en la CNMV un total de 13 denuncias. El grupo más numeroso se dirigía contra entidades bancarias o cajas de ahorro, en su actividad de prestación de servicios y actividades relacionadas con el mercado de valores. En cuanto al resto de las denuncias, éstas se dirigieron contra sociedades y agencias de valores, emisores o sociedades cotizadas, sociedades gestoras de IIC y otro tipo de entidades.

#### Denuncias realizadas en 2010

CUADRO 14.5

<b>Entidades contra las que se denuncia</b>	
Bancos y cajas de ahorro	5
Sociedades y agencias de valores	1
Emisores de valores / sociedades cotizadas	1
Sociedades gestoras de IIC	3
Otros	3
<b>Total</b>	<b>13</b>
<b>Contenido de las denuncias</b>	
Operaciones de mercado	2
Instituciones de inversión colectiva	2
Normas de conducta	6
Prestación de servicios sin autorización	1
Abuso de mercado	2
<b>Total</b>	<b>13</b>
<b>Situación de las denuncias a 31-12-2010</b>	
En trámite	7
Resueltas	6
<b>Total</b>	<b>13</b>

Fuente: CNMV.

Las denuncias se refirieron al presunto incumplimiento de obligaciones en el marco de operaciones de mercado que afectaron a inversores minoristas (operaciones con autocartera, asistencia financiera), de aspectos relativos a IIC (incumplimiento de coeficientes de inversión, falta de presentación de información financiera y contable) y de normas de conducta y abuso de mercado (irregularidades en el asesoramiento y la gestión de patrimonios, inversiones en productos inadecuados según el perfil de riesgo, supuesta utilización de información privilegiada, posible manipulación de cotizaciones e inadecuada comunicación de información relevante).

Por lo que respecta al estado de tramitación, a 31 de diciembre de 2010 y tras la realización, en cada caso, de las oportunas actuaciones por parte de los servicios competentes de la CNMV, se encontraban resueltas seis de las 13 denuncias presentadas. En un solo caso la denuncia presentada dio lugar a la apertura de un expediente sancionador, procediéndose, en el resto, al archivo de las actuaciones, todo ello con independencia de las labores supervisoras realizadas específicamente 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 la cooperación con otros supervisores en materia de investigación. Durante 2010, la citada dirección cursó 22 solicitudes de colaboración a reguladores extranjeros (23 en 2009) y tramitó, a su vez, 39 solicitudes dirigidas a la CNMV (27 en 2009).

Aproximadamente dos terceras partes de las solicitudes de colaboración recibidas correspondían a asuntos relacionados con la investigación de prácticas de abuso de mercado, mientras que el resto se referían 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 la mitad correspondían a asuntos relacionados con la investigación de prácticas de abuso de mercado, y la otra mitad a investigaciones sobre entidades no habilitadas.

#### 14.5 Advertencias sobre entidades no autorizadas

A través de su página 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 2010 se difundieron las siguientes advertencias (véase anexo III.4):

- Diez advertencias en las que se alertaba 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.
- 325 comunicaciones procedentes tanto de países europeos como del resto del mundo que se referían a entidades no autorizadas y otras 16 incluidas en el apartado «Otras advertencias», con alertas que se refieren a determinadas conductas o actuaciones irregulares.

Durante el año 2010, IOSCO puso en marcha, a través de su página web, un servicio de alerta sobre entidades no habilitadas en el que se incluyen aquellas advertencias emitidas por los miembros de esta organización. Dado que no todas las advertencias emitidas por los miembros de IOSCO son a su vez comunicadas a la CNMV, para obtener más información sobre este tipo de sociedades, la CNMV recomienda visitar la siguiente página web de IOSCO: [http://www.iosco.org/investor\\_alerts/](http://www.iosco.org/investor_alerts/).



La CNMV intensificó en 2010 su participación en los organismos internacionales a los que pertenece, en particular en CESR e IOSCO, así como en otros foros en los que igualmente contribuye de modo activo, como el Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores, la Asociación de Reguladores de Valores del Mediterráneo y el Joint Forum. Las actividades internacionales de la CNMV en estos foros han estado guiadas por los objetivos de la institución, esto es, la protección de los inversores, la transparencia de los mercados y la correcta formación de los precios.

La creciente implicación de la CNMV en los organismos internacionales de regulación de valores ha quedado recientemente refrendada en su participación, desde enero de 2011, en el Consejo de Administración de la nueva Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y en la asunción, a partir de abril de 2011, de la vicepresidencia del Comité Técnico de IOSCO por parte del Vicepresidente de la CNMV.

Las actividades relacionadas con la reforma de la regulación financiera tanto a nivel global como europeo han supuesto una mayor dedicación de recursos para estos fines por parte de la CNMV. Así, esta institución ha desarrollado una participación creciente en relación con las iniciativas impulsadas por el G-20 y el Financial Stability Board (FSB) a nivel global, en estrecha colaboración con los otros reguladores sectoriales españoles, el Banco de España y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, y con el Ministerio de Economía y Hacienda. Hay que señalar en este sentido la participación en las iniciativas relacionadas con agencias de calificación crediticia y los productos derivados OTC, así como en el ejercicio de evaluación del sector financiero español realizado por el FSB.

En el ámbito europeo, la asunción por parte de España de la Presidencia de la Unión Europea en el primer semestre de 2010, la profunda reforma de la regulación financiera y el diseño del nuevo esquema de supervisión financiera han motivado también una estrecha colaboración de la CNMV con el Ministerio de Economía y Hacienda. En este apartado destaca el asesoramiento prestado por la CNMV en la elaboración de la regulación referida a las nuevas autoridades supervisoras, los productos derivados OTC, las infraestructuras de postnegociación, las ventas en corto, las agencias de calificación crediticia y los fondos de inversión alternativos.

A continuación se describen las iniciativas más relevantes desarrolladas por las organizaciones en las que la CNMV participa como miembro de pleno derecho y a las que ha contribuido de manera activa.

### 15.1 Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR)

El 1 de enero de 2011 CESR dio paso a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), en el contexto de la reforma del sistema europeo de supervisión aprobada por el Parlamento y el Consejo europeo, que conlleva la sustitución de los tres co-

mités sectoriales de reguladores (de banca, de seguros y de valores) hasta ahora vigentes por tres nuevas autoridades (véase recuadro 15.1).

En su último año de existencia, una parte sustancial de la actividad ordinaria de CESR volvió a estar marcada por la agenda reguladora global puesta en marcha a raíz de la crisis financiera, en áreas como las infraestructuras de mercado, los CDS y otros derivados OTC, los fondos de inversión alternativa, etc., tal y como se describe a continuación.

### La Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA)

RECUADRO 15.1

La nueva arquitectura supervisora de la UE está compuesta por el Sistema Europeo de Supervisión Financiera (European System of Financial Supervision, ESFS), del que forman parte la Autoridad Europea de Valores y Mercados (European Securities and Markets Authority, ESMA), el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (European Systemic Risk Board, ESRB), la Autoridad Bancaria Europea (European Banking Authority, EBA), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) y el Comité Mixto (Joint Committee), integrado por las tres autoridades sectoriales y las autoridades competentes de supervisión de los Estados Miembros.

ESMA, creada por el Reglamento 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, tiene como objetivo contribuir a la estabilidad y al buen funcionamiento del sistema financiero de la Unión Europea a través de un nivel sólido, efectivo y consistente de regulación y supervisión en los mercados de valores.

Una de sus funciones más importantes es asegurar una aplicación consistente de la legislación europea y propiciar la convergencia de las prácticas supervisoras. Con tal fin, ESMA redactará los proyectos de normas técnicas (*draft technical standards*) que, una vez aprobados por la Comisión Europea en forma de reglamentos o decisiones, desarrollarán o facilitarán la aplicación de las directivas y reglamentos que contienen la legislación básica en el ámbito de los mercados de valores. La nueva autoridad también emitirá directrices y recomendaciones para lograr que las prácticas de supervisión sean consistentes y efectivas, asegurando una aplicación homogénea de la legislación comunitaria. Las directrices de ESMA no serán de obligatorio cumplimiento para las autoridades nacionales competentes, pero éstas deberán explicar, en su caso, la razón de su incumplimiento. Asimismo, los participantes en los mercados también podrán ser requeridos para que informen acerca del cumplimiento de las directrices emitidas por ESMA.

ESMA dispone de determinadas facultades de supervisión directa, lo que conlleva una mayor necesidad de avanzar en la convergencia supervisora, como la creación y llevanza de bases de datos, el control de las actividades financieras nuevas y de las ya existentes, la formulación de advertencias en el caso de amenaza grave, la creación de un comité sobre innovación en materia financiera y la prohibición o restricción temporal de determinadas actividades en situaciones de emergencia. La legislación sobre agencias de

calificación crediticia también atribuye a ESMA facultades de supervisión directa y registro de estas entidades. Asimismo, se asignan a ESMA otras facultades, como la realización de revisiones «entre pares» (*peer review*), la mediación y resolución de controversias en situaciones de emergencia y la cooperación con el ESRB en la determinación y medición del riesgo sistémico.

### Información financiera (CESR-Fin)

Durante el ejercicio 2010, CESR, a través de CESR-Fin, su comité especializado en información financiera, contribuyó con sus aportaciones a la confección de diversas propuestas de reforma de las normas internacionales de información financiera (NIIF) elaboradas por el IASB (las IFRS - International Financial Reporting Standards) y realizó un informe para la Comisión Europea acerca de la equivalencia respecto a las NIIF de las normas contables adoptadas en terceros países.

CESR-Fin publicó en octubre un informe sobre el cumplimiento de los desgloses sobre valoración y riesgos requeridos por la NIIF 7 en los estados financieros de un centenar de empresas financieras europeas. En comparación con el primer informe de este tipo, publicado en 2009, a lo largo de 2010 se hizo patente un mayor cumplimiento, si bien todavía se aprecia un amplio margen de mejora.

Asimismo, a petición de la Comisión Europea, CESR-Fin preparó un informe en el que propuso desarrollar de forma gradual la actual base de datos de información regulada relativa a valores admitidos a cotización en los mercados regulados europeos. El objetivo es alcanzar una mayor comparabilidad de la información, con independencia del emisor y del país, y facilitar el acceso a la base de datos.

### Agencias de calificación crediticia

En esta área, las principales tareas de CESR estuvieron orientadas al desarrollo de las disposiciones contempladas en el Reglamento 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, en particular las que obligan a las agencias de calificación crediticia que operan en la Unión Europea a registrarse para que sus calificaciones puedan ser utilizadas con finalidad regulatoria. En particular, cabe destacar el establecimiento de los colegios de supervisores y la emisión de directrices y guías referentes a su registro y funcionamiento, a los protocolos de mediación y a la información establecida para la certificación y evaluación de agencias de calificación crediticia de carácter sistémico.

CESR también prestó asesoramiento técnico a la Comisión Europea respecto a la equivalencia entre el marco regulador de la supervisión de las agencias de calificación en Japón y el europeo y continuó evaluando el marco vigente en Estados Unidos con vistas a un futuro asesoramiento. De acuerdo, también, con la regulación comunitaria, CESR desarrolló el pasado año las guías para la implantación de un registro central (*central repository*) de calificaciones.

Cumpliendo con lo dispuesto en el artículo 8.3 del Reglamento 1060/2009, CESR emitió unas guías sobre la información que las autoridades reguladoras deben recibir

de las agencias calificadoras para evaluar sus metodologías a la hora de emitir calificaciones crediticias. Según estas guías, las agencias deben utilizar metodologías rigurosas, sistemáticas, continuas y sujetas a procesos de validación basados en la experiencia histórica y en procedimientos de contraste «retrospectivo» (*back testing*).

Por último, hay que señalar que el Reglamento 1060/2009 fue modificado, entre otros motivos, para asignar a ESMA la supervisión directa de estas agencias en su actuación en el territorio de la Unión Europea.

### Revisión de la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros (MiFID)

La Comisión Europea sometió a consulta pública a finales de 2010 un documento sobre la revisión de la MiFID con la intención de, una vez recogidas las opiniones de los interesados, presentar una propuesta legislativa en mayo o junio de 2011. Los recuadros 11.1 y 12.2 de este informe resumen el contenido de la consulta.

CESR, a través de sus grupos permanentes de mercados secundarios e intermediarios, facilitó información y asesoramiento a la Comisión Europea en relación con la futura revisión de la MiFID. En particular, las actuaciones de CESR se centraron en las siguientes áreas:

- a) Mercados de renta variable: requisitos de transparencia pre y postnegociación, consolidación de datos, definición y obligación de tratamiento de internalizadores sistemáticos y nuevas modalidades de negociación ligadas a plataformas tecnológicas (*high frequency traders*, *dark pools* y *crossing networks*).
- b) Transparencia en mercados distintos a los de renta variable (*non-equity market transparency*): requisitos de transparencia pre y postnegociación en bonos corporativos, deuda pública, productos financieros estructurados y *credit default swaps* –CDS soberanos e índices sobre CDS y otro tipo de productos derivados.
- c) Mejora en el funcionamiento de los mercados de valores, reforzamiento de la protección al inversor y categorización de clientes.
- d) Estandarización y plataformas organizadas de negociación de derivados OTC.

Adicionalmente, CESR elaboró un protocolo para la operación de la base de datos MiFID que permita un cálculo armonizado de lo que, entre otros puntos, puede considerarse como acciones líquidas.

### Postnegociación

A lo largo de 2010, CESR, a través de un grupo permanente de trabajo, prestó asesoramiento continuado a la Comisión Europea en relación con la elaboración del futuro Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado (véase el recuadro 11.3). También cabe citar, en el ámbito de la postnegociación, la contribución de CESR a los trabajos conjuntos del Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (Committee of Payment and Settlement Systems, CPSS) e IOSCO sobre principios relativos a las cámaras de contrapartida central, así como el asesoramiento al proyecto T2-S impulsado por el Sistema Europeo de Bancos Centrales (véase el apartado 5.1.4 para mayor detalle).

## Integridad del mercado (CESR-Pol)

CESR, a través de su comité especializado, CESR-Pol, continuó coordinando las actividades de supervisión, inspección y sanción entre los países miembros de la Unión Europea. Entre otras iniciativas relevantes dentro de este ámbito, cabe citar la recomendación de adoptar un régimen de información y publicidad sobre ventas en corto a escala europea, cuyos detalles principales se exponen en el capítulo 11 de este informe. También hay que destacar, en el mismo terreno, algunas propuestas en el marco del asesoramiento técnico a la Comisión Europea relacionadas con la futura revisión de la MiFID en el ámbito de la integridad de los mercados financieros, como la extensión de las obligaciones de información a las transacciones en derivados OTC o las mejoras del sistema de comunicación de transacciones en valores que faciliten la identificación del cliente a efectos de supervisión.

## Revisión sobre la aplicación de la normativa comunitaria y de estándares y guías de CESR

A través de un panel de expertos (Review Panel), CESR continuó evaluando la aplicación de la regulación financiera europea. En particular, el Review Panel revisó en 2010 (i) la implementación de las guías de CESR para simplificar los procedimientos de notificación de las UCITS en el territorio de la Unión Europea; (ii) el uso por parte de los Estados Miembros de las opciones y discreciones contempladas en la MiFID y en la Directiva de Abuso de Mercado, poniéndose de manifiesto una gran diversidad en la aplicación de las 40 discrecionalidades permitidas en la MiFID y las cerca de 20 previstas en la Directiva de Abuso de Mercado; (iii) el cumplimiento con las directrices emanadas de la Directiva de Folletos, constatándose en este ejercicio un grado muy elevado de cumplimiento y armonización; y (iv) las medidas de carácter regulatorio o de otro tipo previstas por las autoridades competentes para hacer frente a situaciones urgentes o contingencias, advirtiéndose la escasa uniformidad y armonización de las mismas.

## Instituciones de inversión colectiva

Entre las actuaciones de CESR en el ámbito de la inversión colectiva destaca la publicación de directrices que ayudan a establecer una definición armonizada de los fondos del mercado monetario en Europa, así como diversas actuaciones relacionadas con el documento de información clave para el inversor conocido como KIID (*key investor information document*), incluyendo las metodologías para el cálculo del riesgo sintético y del indicador de rentabilidad, directrices para la transición del folleto simplificado al KIID, lenguaje a utilizar y selección y presentación de escenarios en el caso de UCITS estructuradas. Cabe mencionar, asimismo, el comienzo de los trabajos de asesoramiento a la Comisión Europea en medidas legislativas de nivel 2 relacionadas con la aplicación de la Directiva de Fondos Alternativos de Inversión.

## Comité de coordinación CEBS-CEIOPS-CESR (3L3)

Los comités de reguladores europeos de banca (CEBS), seguros (CEIOPS) y valores (CESR) se han venido coordinando entre sí a través de este Comité, conocido como 3L3. De su actividad en 2010 es destacable la elaboración de un informe sobre el empaquetamiento de productos financieros destinados a inversores minoristas, el

cual sugiere que es necesario un detallado desglose de la información relevante con carácter previo a la suscripción del contrato por parte del cliente y una armonización de las prácticas de venta de estos productos.

El nuevo esquema de supervisión financiera europea refuerza considerablemente el papel de coordinación de este comité, ahora denominado Comité Mixto, respecto a las crecientes actuaciones de carácter intersectorial de las nuevas autoridades.

## 15.2 Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)

IOSCO celebró en 2010 el décimo aniversario del traslado a Madrid de la sede de su secretaría general. Durante este periodo, IOSCO ha consolidado su posición como organización de referencia en el establecimiento de estándares internacionales en el ámbito de los mercados de instrumentos financieros. La organización ha contado en todo momento con el apoyo de las autoridades españolas, reiterado con la asistencia al acto conmemorativo del referido traslado de la Vicepresidenta Segunda y Ministra de Economía y Hacienda y otras autoridades.

Como en el caso de CESR, una parte notable de la actividad de IOSCO durante el pasado ejercicio estuvo vinculada al desarrollo de la reforma financiera global impulsada por el G-20 y coordinada por el Consejo Internacional de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board, FSB). Junto a estas tareas y a las actividades ordinarias de IOSCO, cabe destacar también la aprobación parcial del plan estratégico de la organización para el periodo 2010-2015.

### Plan estratégico de IOSCO 2010-2015

IOSCO aprobó en 2010 la primera fase de este plan, en el que se contemplan: (i) la modificación de la estrategia y los objetivos de la organización, entre los que se incluye, de forma prioritaria, el análisis y la reducción del riesgo sistémico; (ii) la adhesión al Acuerdo Multilateral sobre Cooperación e Intercambio de Información de los miembros de IOSCO que todavía no lo han suscrito; y (iii) la actualización de los Principios de IOSCO, que se complementará con la actualización de la metodología prevista para el próximo año. La actualización de principios extiende el ámbito de la regulación de valores a los fondos de inversión alternativa y a las agencias de calificación de riesgo de crédito, y refuerza la regulación frente a potenciales situaciones de crisis.

Ya se cuenta con algunas propuestas para la segunda fase del plan que, en su caso, serán aprobadas en 2012. En estas propuestas se contempla una modificación de los criterios para determinar las contribuciones económicas de los miembros, así como cambios en la estructura de los órganos de dirección.

### Actividades directamente relacionadas con el desarrollo de la reforma financiera global

Como se ha indicado, IOSCO ha asumido como tarea prioritaria el análisis y seguimiento del riesgo sistémico, en línea con las directrices del G-20 y del FSB. Para impulsar esta tarea se ha constituido un nuevo grupo permanente, reforzado por una unidad de análisis establecida en la secretaría general.

En cuanto a los resultados de las actividades más relevantes desarrolladas por IOSCO en 2010 relacionadas con la reforma financiera global, cabe destacar: (i) el establecimiento de principios generales que deberían ser considerados a la hora de establecer acuerdos de cooperación bilaterales en materia de supervisión de entidades que prestan servicios financieros transfronterizos; (ii) el análisis de los aspectos relacionados con el traspaso de la negociación de derivados OTC a plataformas organizadas de negociación; y (iii) la presentación al G-20 de recomendaciones en materia de futuros sobre mercaderías (*commodities*) y, en particular, acerca de la necesidad de mejorar la transparencia respecto a las operaciones OTC y fortalecer la supervisión de estos mercados y la cooperación entre autoridades.

Asimismo, en el ámbito de las recomendaciones del G-20 referidas al fortalecimiento y la solidez de los mercados OTC, hay que destacar la presentación durante el pasado ejercicio de una serie de consideraciones con el propósito de mejorar la transparencia de los productos derivados negociados en mercados OTC mediante el establecimiento de registros de operaciones (*trade repositories*), como resultado del trabajo conjunto del grupo constituido en 2009 por IOSCO y CPSS. Estas dos instituciones también están llevando a cabo una revisión y actualización de todas las recomendaciones sobre compensación y liquidación y sistemas de pago, con el objetivo de integrarlas en un único documento cuya finalización está prevista en 2012.

Finalmente, IOSCO continuó trabajando en otras áreas relacionadas con proyectos del FSB, en particular, las relativas a agencias de calificación, *hedge funds* y jurisdicciones no cooperativas, como se describe más adelante

### Contabilidad, auditoría y difusión de información

En materia contable, cabe citar la publicación de los informes finales de dos proyectos iniciados en 2008. El primero de ellos establece una serie de principios sobre la información financiera periódica de las empresas admitidas a negociación en mercados regulados en los que participen inversores minoristas. El segundo trata sobre la información a proporcionar para la emisión y admisión a negociación de productos financieros titulizados.

En el área de la auditoría, IOSCO continuó trabajando en tres proyectos iniciados también en 2008. El primero de ellos aborda la conveniencia de que personas no profesionales de la auditoría puedan ser socios de estas firmas, mientras que el segundo analiza posibles mejoras de la información proporcionada por los auditores y el tercero indaga sobre si una mayor transparencia en la actividad de las firmas auditoras podría tener un efecto positivo en la calidad de su trabajo. En 2010 se analizaron las aportaciones a las consultas públicas realizadas en 2009 sobre estos proyectos, publicándose un resumen de las mismas y los correspondientes comentarios, al tiempo que se continuaba recabando nuevas aportaciones, especialmente de los inversores minoristas.

### Mercados secundarios

En esta área destacan dos informes. El primero de ellos se refiere a la transparencia de los productos financieros estructurados y presenta a los reguladores un conjunto de factores a considerar para aumentar la postransparencia de estos instrumentos. El segundo se refiere al acceso electrónico directo a los mercados y establece unos principios para el ejercicio de esta actividad bajo la premisa de que mercados, intermediarios y reguladores deben contribuir a la gestión de los riesgos asociados a ella.

## Intermediarios

En el ámbito de los intermediarios, cabe destacar dos proyectos finalizados a principios de 2011. El primero de ellos revisa los controles internos de los intermediarios asociados a la verificación de los precios de los productos estructurados y la gestión del riesgo de liquidez, identificando vulnerabilidades. El segundo, después del análisis de los comentarios remitidos por la industria, efectúa recomendaciones sobre la información a facilitar a los clientes en la comercialización de IIC y otros productos similares (*point of sale disclosure*).

## Cooperación e intercambio de información

En este apartado cabe destacar la puesta en marcha de un plan de acción durante los próximos dos años para alcanzar el objetivo de que todos los miembros que todavía no son signatarios del Acuerdo Multilateral sobre Consulta, Cooperación e Intercambio de Información soliciten su adhesión al mismo antes del 1 de enero de 2013. En cuanto a los trabajos en curso sobre las jurisdicciones denominadas «no cooperantes», cabe reseñar que los resultados están siendo muy positivos y que las jurisdicciones enmarcadas en este proyecto están realizando cambios legislativos muy relevantes. Está resultando decisivo en este cambio de actitud el reconocimiento por parte del FSB de que el cumplimiento de los requisitos del Acuerdo Multilateral de IOSCO supone la adopción de un estándar internacional y la repercusión positiva que ello tiene en las evaluaciones del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial.

## Gestores de inversión

Dentro de esta área son reseñables los trabajos en materia de capital-riesgo y *hedge funds*. Respecto al capital-riesgo, destaca la publicación de un informe con recomendaciones acerca del tratamiento de los conflictos de interés en el seno de estas entidades, con la finalidad de prevenir su impacto negativo sobre los inversores y el funcionamiento del mercado. En cuanto a los *hedge funds*, durante el pasado ejercicio IOSCO publicó el modelo de captura de datos relativos a la información que estas entidades deben remitir a los reguladores para que éstos realicen un adecuado seguimiento del riesgo sistémico asociado a esta actividad. Se espera que IOSCO publique datos agregados sobre la industria a finales del primer trimestre de 2011.

## Agencias de calificación de riesgos

IOSCO realizó en 2010 un seguimiento de las distintas iniciativas de regulación en esta área desarrolladas por sus miembros y sometió a consulta pública un documento para analizar el grado de convergencia de los enfoques adoptados (el informe final se publicará en 2011). IOSCO también siguió promoviendo el diálogo entre los reguladores de valores y esta industria respecto a la implantación de un código de conducta para las agencias. Asimismo, continuó trabajando en dos proyectos sobre controles internos en las agencias para asegurar la integridad de los procesos de calificación y gestionar adecuadamente los conflictos de interés.



### 15.3 Foros internacionales intersectoriales

En este apartado destaca, sobre todo, la actividad del Joint Forum (JF), en el que confluyen reguladores de banca, valores y seguros y en el que la CNMV mantiene una activa participación, junto con el Banco de España y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

Las consecuencias de la crisis crediticia y la subsiguiente reforma de la regulación financiera internacional también condicionaron en 2010 las actividades del JF, entre las que destacaron especialmente los proyectos enmarcados en las propuestas de acción del G-20 y del FSB. En particular, cabe resaltar la publicación, a requerimiento del G-20, de un documento que analiza la naturaleza y el alcance diferenciados de la regulación en los distintos sectores y que contiene una serie de recomendaciones para el FSB, los supervisores nacionales y los emisores de estándares, como IOSCO. Estas recomendaciones han sido ya evaluadas y, en algunos casos, implementadas. El JF realizará un seguimiento de tal implementación en 2011.

Asimismo, es importante mencionar el inicio de tres proyectos que se espera estén finalizados en 2011: incentivos para la titulización de activos y recomendaciones para reestablecer de una manera ordenada el mercado de titulaciones, apoyo intragrupo en la gestión de crisis de entidades financieras complejas y revisión y actualización de los principios para la supervisión de los conglomerados financieros.

### 15.4 Otros foros y actividades

#### Mercado Ibérico de la Electricidad (MIBEL)

Entre los temas abordados en 2010 por el Consejo de Reguladores de MIBEL, integrado por los reguladores energéticos y de valores de España y Portugal, destaca la realización y valoración de un estudio sobre el funcionamiento de este mercado, a partir del cual se formularon diversas recomendaciones para mejorarlo a los Gobiernos de España y Portugal. También cabe mencionar una propuesta armonizada, para su consideración por los referidos Gobiernos, para la asignación de la capacidad de interconexión entre los sistemas español y portugués.

Finalmente, el Consejo de Reguladores comenzó a trabajar en la elaboración de un acuerdo multilateral de entendimiento entre las cuatro autoridades para el intercambio de información y cooperación. Es previsible que este acuerdo sea firmado en el primer semestre de 2011, en el que la CNMV ha asumido la presidencia rotatoria del Consejo de Reguladores.

#### Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE)

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, el desarrollo y la implantación de los principios sobre gobierno corporativo. En particular, la CNMV colaboró de manera activa en la celebración y el desarrollo de una mesa redonda sobre gobierno corporativo en Latinoamérica en la cual, además de la OCDE, participaron la International Financial Corporation y el Global Corporate Governance Forum. La CNMV forma parte de la

Oficina del Comité de Gobierno Corporativo de la OCDE (Corporate Governance Committee Bureau).

Por último, destacar que la OCDE, basándose en un mandato del G-20, está trabajando con IOSCO en el desarrollo futuro de una regulación que desarrolle la protección de los inversores financieros en el escenario postcrisis.

### **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 ambas instituciones desarrollan conjuntamente programas de formación y cooperación.

Durante el año 2010, el IIMV realizó 17 actividades de formación y cooperación sobre materias clave para el desarrollo de los mercados de valores en Iberoamérica. Así, se celebraron cursos sobre instrumentos financieros complejos, estructuras fiduciarias y de inversión en los mercados de valores iberoamericanos, agencias de calificación de riesgos, sistemas de compensación y liquidación de valores e inspección y vigilancia en mercados y entidades. Además, como en años anteriores, el IIMV continuó impartiendo cursos *on line*, destacando en particular la impartición del tercer curso sobre normas internacionales de información financiera (NIIF/NIC), en formato *on line* y presencial. En cuanto a las actividades de cooperación, cabe citar las relativas al estudio sobre aspectos contables y financieros de los instrumentos complejos, el foro y el artículo *on line* sobre la fiducia y los mercados de valores iberoamericanos, el estudio sobre la transparencia de los emisores en Iberoamérica y la actualización del estudio comparativo sobre la inversión colectiva en Iberoamérica. También cabe reseñar las jornadas celebradas sobre mercados de valores y estabilidad financiera y sobre regulación y supervisión de las agencias de calificación de riesgos.

Por último, cabe destacar la celebración de la reunión anual de autoridades del Consejo del IIMV, así como de la XII Reunión de Responsables de Sistemas de Información y de la II Reunión de la Red Iberoamericana de Cooperación de Expertos Contables.

### **Asociación de Reguladores de Valores del Mediterráneo<sup>1</sup>**

El principal objetivo de esta asociación, constituida en marzo de 2009, es la convergencia de la regulación de los países miembros con la regulación europea (directivas, estándares y guías) y con los Principios de IOSCO.

Durante 2010, los trabajos de la Asociación se centraron en el ámbito de la información financiera, el abuso de mercado y las instituciones de inversión colectiva, elaborándose cuestionarios sobre cada una de las materias con el propósito de analizar el

---

1 Actualmente, la Asociación está constituida por Argelia (COSOB), Egipto (EFSA), España (CNMV), Francia (AMF), Italia (CONSOB), Marruecos (CDVM), Portugal (CMVM), Túnez (CMF) y Grecia (HCMC) y permite la incorporación de cualquier regulador o supervisor de valores de los países firmantes del Proceso de Barcelona.

estado de la legislación de los países miembros en estas áreas. Se hizo patente un especial interés respecto a la información financiera periódica, con el fin de estudiar los requisitos necesarios para el reconocimiento mutuo de los folletos informativos previstos en la Directiva de Folletos.

Debido a las diferencias en la regulación entre los miembros europeos y el resto de los miembros, el progreso en cada una de las áreas mencionadas requiere tiempo. Por este motivo, se han elaborado planes de acción, a medio y largo plazo, en cada área para su presentación y aprobación en la reunión de presidentes prevista para 2012.



## **V CNMV: aspectos organizativos, económicos e institucionales**



## 16 Organización

### 16.1 Recursos humanos y organización

#### Evolución de la plantilla y procesos de selección de personal

A finales de 2010, la CNMV contaba con una plantilla de 411 empleados, lo cual supuso un aumento de cinco personas con respecto al año 2009 (un 1,2%). Este crecimiento neto de la plantilla fue el resultado de la incorporación de 20 empleados y de la salida de 15.

#### Plantilla de la CNMV: composición por categorías profesionales

CUADRO 16.1

Número de empleados a 31 de diciembre de 2010

	2009			2010		
	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres
Personal de servicios	9	8	1	9	8	1
Administrativos y operadores informáticos	71	16	55	67	13	54
Técnicos	303	145	158	312	149	163
Directivos	23	16	7	23	16	7
<b>Total</b>	<b>406</b>	<b>185</b>	<b>221</b>	<b>411</b>	<b>186</b>	<b>225</b>

Fuente: CNMV.

#### Distribución del personal por departamentos

CUADRO 16.2

Número de empleados a 31 de diciembre de 2010

	2009			2010		
	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres
Direcciones generales de línea	263	115	148	279	117	162
Entidades	127	52	75	126	50	76
Mercados	103	50	53	101	46	55
Servicio Jurídico	33	14	19	52	21	31
Departamentos	126	67	59	115	65	50
Consejo	17	3	14	17	4	13
<b>Total</b>	<b>406</b>	<b>185</b>	<b>221</b>	<b>411</b>	<b>186</b>	<b>225</b>

Fuente: CNMV.

A lo largo del ejercicio concluyeron todos los procesos de selección para cubrir las once plazas correspondientes a la Oferta de Empleo Público del año 2009. Las incorporaciones finalizarán en el primer trimestre de 2011.

Durante el segundo trimestre del año se realizó el proceso de selección para cubrir diez nuevas plazas del Programa de Desarrollo de Titulados, cuya incorporación efectiva en la CNMV se produjo en el mes de julio. Dados los buenos resultados obtenidos, se prevé el lanzamiento de una tercera convocatoria en el primer trimestre de 2011. Como novedad, debe destacarse que el Programa empezó a difundirse a través de la «Guía de las empresas que ofrecen empleo», editada por la Fundación Universidad-Empresa, en noviembre de 2010.

### Iniciativas y novedades relacionadas con la gestión de los recursos humanos

En el marco de su programa de formación, la CNMV puso en marcha durante 2010 diversas iniciativas, entre las que cabe destacar las siguientes:

- Acciones colectivas internas: cursos y seminarios impartidos por empleados de la CNMV, con el objetivo de compartir y difundir el conocimiento existente en la organización. El 31% de la plantilla participó en estas actividades.
- Acciones colectivas externas: cursos y seminarios organizados en colaboración con centros especializados de formación. En estos cursos se invirtieron más de seis mil horas de formación y participó el 67% de la plantilla.
- Acciones formativas individuales: para aquellos contenidos no cubiertos por las acciones colectivas. Participó el 17% de la plantilla.
- Acciones formativas internacionales: formación planificada desde los antiguos comités de regulación europeos en el ámbito de los valores, la banca y los seguros, CESR, CEBS y CEIOPS, respectivamente<sup>1</sup>.

Como resultado del programa, en 2010 se impartieron un total de 9.462 horas de formación, lo que supone un promedio de 24 horas por empleado. El 81% de la plantilla participó en alguna de las acciones formativas planificadas.

Como en años anteriores, en 2010 se puso en marcha una nueva edición del Programa de Idiomas, en la que participó el 44% de la plantilla. Los participantes recibieron un total de 10.491 horas de formación, lo que supone un promedio de 58 horas por alumno. Como complemento, con el objetivo de facilitar el perfeccionamiento del idioma inglés en un entorno nativo, se ofreció la posibilidad, por segundo año consecutivo, de asistir a cursos de verano en el extranjero. Además, el programa de 2010 incluyó como novedad la posibilidad de realizar cursos intensivos de inglés en España durante el verano. En conjunto, la participación en ambas modalidades complementarias se extendió al 6% de la plantilla, con una media de 41 horas por alumno.

Es de reseñar, asimismo, el diseño de un programa de formación específico, de dos años de duración, obligatorio para los empleados que forman parte del Programa de Desarrollo de Titulados. El objetivo es que todos los titulados participen en un con-

---

1 En el mes de octubre, como parte del programa de formación promovido por el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR), la CNMV organizó el seminario «Implementation of the Key Investor Information Document», que reunió a ponentes de los diferentes organismos reguladores europeos y en el que participaron 22 empleados de distintas autoridades reguladoras nacionales europeas.



junto de acciones formativas comunes, independientemente de sus diferentes asignaciones a los distintos departamentos.

Finalmente, como resultado del Programa de Movilidad Interna, puesto en marcha a finales de 2009 y cuyo objetivo es promover la movilidad horizontal de los empleados a través de la CNMV, facilitar su desarrollo profesional e incrementar su motivación, en el mes de mayo de 2010 se incorporaron a sus nuevos departamentos los cinco empleados seleccionados en el programa.

En cuanto a otras novedades relacionadas con la gestión de los recursos humanos, cabe destacar la firma, en diciembre de 2010, con el Comité de Empresa, del primer Acuerdo de Relaciones Laborales de la CNMV, así como la constitución de la Comisión Paritaria de Vigilancia, Interpretación y Estudio del Acuerdo.

Asimismo, merece destacarse el lanzamiento, en el mes de marzo, del primer número de la revista «Entre Nosotr@s», de difusión interna, cuyo objetivo es mejorar la comunicación interna de la organización, facilitando la difusión entre los empleados de las iniciativas en marcha y de otra información de interés en la gestión diaria de los recursos humanos. Durante 2010 se editaron tres números de esta revista.

### **Novedades en el ámbito de la organización**

Durante 2010 tuvieron lugar diversos cambios organizativos. Así, en enero se produjo la creación de la Unidad de Valoración, dentro del Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones, con la finalidad de centralizar la supervisión en materia de valoración de productos financieros complejos.

Además, en el mes de julio se produjeron diversos cambios que implicaron la siguiente reordenación de funciones y reasignación de unidades:

- El Departamento de Inversores pasó a tener como misión central y única la atención y tramitación de reclamaciones y consultas de los inversores y quedó adscrito a la Dirección General del Servicio Jurídico.
- Las tareas relacionadas con la educación financiera fueron asignadas al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones.
- Se produjo una reasignación de los departamentos adscritos al Presidente y al Vicepresidente, pasando a depender del primero, además del Departamento Adjunto a Presidencia, el Departamento de Sistemas de Información y la Secretaría General. Del Vicepresidente dependen, bajo la superior dirección del Presidente, el Departamento de Relaciones Internacionales y el Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones. Asimismo, se introdujeron cambios en las funciones de algunos de los departamentos señalados.
- Se fusionaron los gabinetes del Presidente y del Vicepresidente en un único Gabinete, al que se encomendó, además, la relación con los medios de comunicación, y se asignó la categoría de departamento al Gabinete y de director a su titular.
- Se modificó la denominación del Departamento de Informes Financieros y Contables, que pasa a denominarse Departamento de Informes Financieros y

Corporativos, designación más acorde con sus funciones actuales, entre las que no sólo se incluye la auditoría de la información financiera regulada sino también la supervisión de los informes de gobierno corporativo.

- Se modificó la redacción de los artículos 32 y 41 del Reglamento de Régimen Interior con objeto de deslindar las funciones de los departamentos Adjunto a Presidencia y de Control Interno, ya que ambos llevan a cabo en la práctica, en diferente medida, actuaciones relacionadas con los riesgos que pueden afectar a la CNMV.

## 16.2 Sistemas de información

En materia de sistemas de información, la CNMV mantuvo en 2010 tres líneas de actuación: 1) el fortalecimiento de las infraestructuras técnicas, con la sustitución de equipamiento físico y lógico por renovación tecnológica; 2) el desarrollo de aplicaciones para dar soporte a las nuevas normas que entraron en vigor durante el año y para renovar las que se habían quedado obsoletas tecnológicamente; y 3) la promoción de una evolución de la sede electrónica y el registro electrónico que proporcione mayor cobertura a los trámites realizados ante la CNMV.

Entre las nuevas aplicaciones cabe destacar la relativa a la recepción de los informes de los auditores sobre la protección de activos de las ESI, los informes de titulación de activos, la tramitación de estatutos y reglamentos de IIC a través de CIFRADOCC/CNMV, el nuevo registro de entidades de capital-riesgo, la recepción de los informes semestrales de las depositarias y la recepción de los nuevos estados reservados de las ESI.

En lo referente al desarrollo de nuevas aplicaciones, se modificaron algunas de las herramientas de supervisión de mercados y se implantaron otras nuevas, y se dotó de nuevos procesos al soporte de *transaction reporting* de la MiFID. Se incorporaron también nuevas series estadísticas sobre ESI e IIC.

En el terreno de la potenciación de la administración electrónica, se incorporaron tres nuevos trámites al servicio CIFRADOCC/CNMV. Asimismo, se implantó un nuevo procedimiento de notificación electrónica para los usuarios de este servicio en el ámbito del Departamento de Autorización y Registro de Entidades. Durante 2010, el número de documentos recibidos por la sede electrónica fue de 115.846 (el 72%), frente a 45.099 (el 28%) recibidos en papel.

En la web de la CNMV se finalizó la adaptación de todos los apartados a las normas de accesibilidad y usabilidad.

Finalmente, cabe mencionar que continuó la implantación del nuevo sistema de gestión integral de documentos en soporte imagen en distintos departamentos.

La CNMV presentó el pasado mes de febrero su Plan de Actividades 2011 continuando con el compromiso público iniciado en octubre de 2007 de mejorar la transparencia y la rendición de cuentas de sus actuaciones. El Plan, que fue presentado con carácter previo al Comité Consultivo de la CNMV, detalla los objetivos establecidos hasta el primer trimestre de 2012 e incluye una revisión del grado de cumplimiento de los compromisos asumidos en el Plan de 2010.

Durante 2010, la CNMV completó la mayor parte de los objetivos previstos, en un entorno condicionado por la evolución de la crisis financiera internacional. Entre otros aspectos, la CNMV intensificó los recursos destinados a la supervisión en ámbitos como la prestación de servicios de inversión, la información financiera de las sociedades cotizadas o el cumplimiento de las normas de transparencia por parte de los emisores de valores. Asimismo, aumentaron de forma considerable las consultas y reclamaciones presentadas por los inversores minoritarios. Por último, la intensificación del debate internacional, tanto a nivel europeo como global, en respuesta a la amplia agenda regulatoria derivada de la crisis, propició un incremento de la participación de la CNMV en los foros internacionales.

En concreto, de los 82 objetivos que se incluyeron en el Plan 2010, a finales del ejercicio se había ultimado el 75%. Adicionalmente, de los 55 objetivos concluidos, el 60% se llevó a cabo en el plazo establecido. Si de los objetivos no completados se excluyen aquéllos cuya realización no dependía únicamente de la CNMV, cabe señalar que únicamente cinco objetivos, el 7% del total, no pudieron realizarse en los términos previstos inicialmente, lo que resulta en un grado de seguimiento del Plan similar al de ejercicios anteriores.

El Plan de Actividades para 2011 se ha elaborado teniendo en cuenta la persistencia de los efectos de la crisis financiera y las reformas regulatorias en marcha destinadas a perfeccionar la transparencia y las normas de conducta en los mercados de valores. En este terreno cabe destacar la revisión de la Directiva MiFID o la implantación de nuevos requisitos regulatorios en los mercados OTC y en las agencias de *rating*, entre otros. Por otra parte, la CNMV deberá adaptarse al nuevo sistema supervisor europeo, que empezó a funcionar el pasado 1 de enero con la creación de tres nuevas autoridades supervisoras (ESMA para el mercado de valores, EBA para banca y EIOPA para seguros) y de un Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (ESRB).

En este contexto, el Plan se estructura, como en ejercicios anteriores, siguiendo los ejes estratégicos acordes con las funciones que la Ley del Mercado de Valores encomienda a la CNMV. En el ámbito normativo, además de los ajustes necesarios para la adaptación a la reforma de supervisión europea, se prevé la aprobación de nuevas circulares en el área de las instituciones de inversión colectiva y sobre gobierno corporativo. Asimismo, sobre la base de la experiencia supervisora de años anteriores, se propondrán al Gobierno cambios normativos en ámbitos como los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores, culminando el proyecto iniciado en 2010. En segundo lugar, la mejora en el funcionamiento de los mercados seguirá siendo una

prioridad para la CNMV, que intensificará la supervisión de las prácticas de comercialización de productos sofisticados entre minoristas, con especial atención a las derivadas del proceso de reestructuración del sistema financiero, analizará posibles mejoras para facilitar el acceso de las PYMES a la financiación de los mercados de valores y colaborará estrechamente con ESMA en las funciones de registro y supervisión de las agencias de *rating*. En tercer lugar, se impulsarán las actuaciones que refuercen la transparencia y la difusión de información, a través de la publicación de guías y criterios para entidades supervisadas e inversores y de la organización de diversas jornadas públicas. En el terreno específico de la protección del inversor minorista, la CNMV continuará con el desarrollo del Plan de Educación Financiera, que se encuentra en fase de evaluación y revisión, con objeto de concretar el programa de continuidad para los próximos años. Finalmente, el Plan para 2011 concreta una serie de objetivos encaminados a implantar mejoras tecnológicas, impulsando el uso del Cifradoc y la revisión de procedimientos para mejorar la eficiencia y el funcionamiento de la CNMV.

### 17.1 Ingresos y gastos

La CNMV obtuvo en 2010 unos ingresos de 53,6 millones de euros e incurrió en unos gastos de 44,1 millones, con lo que el excedente del ejercicio fue de 9,5 millones de euros.

La mayor parte de los ingresos procedió del cobro de tasas, que ascendió a 50,9 millones de euros, un 0,4% menos que en el ejercicio 2009. 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 2,1% respecto al año anterior. Los correspondientes a personal, que representaron un 59,9% del total de gastos, crecieron un 1,3%, con un aumento de la plantilla media del 3,3%. El resto de las partidas de gasto aumentaron un 3,4%, centrándose dicho incremento en los epígrafes de dotación a la amortización del inmovilizado y pérdidas y gastos extraordinarios. La dotación a la amortización del inmovilizado creció un 19,6% durante el ejercicio de 2010, como consecuencia de las aplicaciones informáticas que se desarrollaron y activaron a lo largo de los años 2009 y 2010. La partida correspondiente a otros gastos de gestión reflejó un incremento del 0,3% respecto al gasto del ejercicio de 2009 y una disminución del 9,4% respecto a la cifra presupuestada, como resultado de diversas medidas adoptadas en la CNMV con el fin de lograr una reducción de los gastos corrientes para el periodo 2010–2013, en consonancia con el Plan de Austeridad de la Administración General del Estado.

El Consejo de la CNMV acordó, con fecha 21 de diciembre de 2010, elevar al Gobierno la propuesta de distribución del resultado de 2009, en la que se prevé su aplicación a reservas de este organismo.

### 17.2 Estructura de tasas

Como se aprecia en el cuadro 17.1, los ingresos por tasas disminuyeron un 0,4% en 2010 con respecto al ejercicio precedente. Esta disminución se explica, fundamentalmente, por la caída en la recaudación de las tasas por inscripción de folletos de emisión (-33,5%) y de las tasas por verificación de requisitos de admisión en AIAF (de un -47,0%), caída que se vio compensada en su mayor parte por el aumento en lo recaudado mediante las tasas de supervisión de la actividad de los miembros de las bolsas (del 28%) y las de supervisión de la actividad de los participantes en la Sociedad de Sistemas (del 5%).

## Ingresos por tasas en la CNMV

CUADRO 17.1

Importes en miles de euros

Actividad o servicio	2009	2010	% var 10/09
<b>Inscripción de folletos y entidades</b>	<b>10.651,2</b>	<b>7.086,3</b>	<b>-33,5</b>
Inscripción de folletos	10.114,8	6.534,8	-35,4
Folletos de emisión	7.475,9	4.973,2	-33,5
Folletos de admisión	666,0	515,2	-22,6
Verificación de requisitos de admisión AIAF	1.972,9	1.046,3	-47,0
Inscripción de entidades	346,3	396,8	14,6
Autorización de opas	190,1	154,7	-18,6
<b>Supervisión de mercados</b>	<b>31.037,1</b>	<b>34.469,1</b>	<b>11,1</b>
Actividad de miembros de AIAF	273,1	202,2	-26,0
Actividad de participantes en la Sociedad de Sistemas	21.090,8	22.148,8	5,0
Actividad de miembros de bolsa	9.231,8	11.820,6	28,0
Actividad de miembros de MEFF RF	1,6	1,7	9,4
Actividad de miembros de MEFF RV	438,6	294,5	-32,9
Actividad de miembros de MFAO	1,3	1,3	-0,1
<b>Supervisión de entidades</b>	<b>9.398,1</b>	<b>9.349,0</b>	<b>-0,5</b>
Supervisión de IIC	8.144,4	7.835,6	-3,8
Fondos de inversión	6.853,4	6.510,8	-5,0
Sociedades de inversión	1.002,5	1.056,3	5,4
Fondos de inversión inmobiliaria	272,0	253,1	-7,0
Sociedades de inversión inmobiliaria	16,5	15,4	-6,6
Supervisión de sociedades gestoras de IIC y FT	255,0	268,5	5,3
Sociedades gestoras de IIC	238,4	248,7	4,3
Sociedades gestoras de fondos de titulización	16,6	19,7	18,8
Supervisión de empresas de servicios de inversión	998,6	1.245,0	24,7
Sociedades gestoras de cartera	11,2	11,1	-1,0
Sociedades y agencias de valores	987,3	1.233,9	25,0
<b>Expedición de certificados</b>	<b>4,4</b>	<b>3,2</b>	<b>-27,3</b>
<b>Total</b>	<b>51.090,8</b>	<b>50.907,7</b>	<b>-0,4</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 su difusión y utilización entre los usuarios. Igualmente se ocupa de asignar el nombre corto que se utiliza en la identificación de los instrumentos financieros (FISN)<sup>3</sup>, de acuerdo con el estándar ISO 18774. En nuestro país el ISIN es utilizado como primer identificador en los procesos de contratación, compensación y liquidación de valores. En su papel de ANCV, la CNMV es socio fundador y miembro de pleno derecho de la Asociación Internacional de Agencias Nacionales de Codificación (ANNA), que a finales de 2010 alcanzó la cifra de 82 países miembros de pleno derecho y 30 asociados que representan a otros 40 países.

En relación a su actividad internacional, la ANCV es miembro activo de varios grupos de trabajo y en 2010 fue nombrada coordinador del Grupo de Trabajo 2 perteneciente a ANNA. Este grupo, compuesto por representantes de varias agencias nacionales de codificación, es el encargado de la elaboración y mantenimiento de los criterios de asignación del código ISIN a nivel internacional.

En el ámbito nacional se han producido diversas novedades relacionadas con la codificación de valores y la información asociada a éstos. Así, en octubre de 2010 entraron en vigor una nueva circular<sup>4</sup> y una nueva norma técnica<sup>5</sup> en materia de codificación de valores. Ambas disposiciones legales recogen, por una parte, las modificaciones habidas en el estándar ISO 6166 sobre el código ISIN y en los criterios de codificación a nivel internacional y, por otra, incluyen los nuevos instrumentos financieros desarrollados en los mercados de valores. El objetivo de esta actualización es ganar en claridad, simplicidad y comprensión.

Por otro lado, en 2010 la ANCV comenzó a ofrecer a los solicitantes de códigos ISIN la posibilidad de que se retrase la publicación de los mismos hasta que se completen algunos procedimientos administrativos y siempre que se cumplan una serie de requisitos establecidos. El objetivo es evitar que una difusión anticipada del código ISIN comporte perjuicios innecesarios para los emisores, cuando se compruebe que tal difusión no conlleva ventajas en términos de información para los inversores.

---

1 International Securities Identification Number: estándar ISO 6166.

2 Classification of Financial Instruments: estándar ISO 10962.

3 Financial Instrument Short Name: estándar ISO 18774.

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

5 Norma técnica 1/2010, de 28 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en sus funciones de codificación de valores negociables y otros instrumentos de naturaleza financiera, sobre estructura de los códigos.

Otras novedades reseñables son las modificaciones llevadas a cabo durante 2010 en el apartado de la web de la CNMV dedicado a la ANCV. Con la reestructuración se han creado nuevos apartados, como el dedicado al procedimiento de solicitud de un código ISIN o la información sobre los estándares ISO aplicados por la ANCV. También cabe destacar la puesta en marcha de la utilidad «Servicio web derivados», que permite al usuario acceder a las características de los contratos de derivados cotizados en España mediante una aplicación de consulta a las bases de datos de la ANCV.

Finalmente, desde 2010 está disponible en la web la publicación semestral de la ANCV que anteriormente se editaba en formato CD. Esta publicación contiene la relación de códigos ISIN de los valores e instrumentos financieros admitidos a negociación en mercados oficiales españoles y de los fondos de inversión.

Respecto a las estadísticas relevantes de la ANCV, el número de valores e instrumentos financieros codificados durante 2010 fue de 14.587 (el 97,8% de ellos, cotizados), lo que supuso una caída del 2,7% con relación al año 2009 (véase cuadro 18.1). Este descenso se debió sobre todo a la reducción del número de emisiones de renta fija privada. En este ámbito, destacan las caídas en pagarés, bonos simples y bonos de titulización. Sin embargo, se aprecia un aumento significativo en las emisiones de productos estructurados y, sobre todo, en las de deuda pública. Respecto a la renta variable, se produjo un aumento del número de emisiones. La codificación de participaciones preferentes fue residual. El mercado de productos derivados financieros ofreció variaciones de signo contrario. Así, mientras que el número de contratos de opciones codificados aumentó en un 12,6%, el de futuros descendió ligeramente.

**Número de valores y otros instrumentos financieros codificados durante los años 2009 y 2010**

CUADRO 18.1

	Cotizados			Total		
	2009	2010	% var.	2009	2010	% var.
<b>Renta variable</b>	<b>67</b>	<b>44</b>	<b>-34,3</b>	<b>281</b>	<b>335</b>	<b>19,2</b>
Acciones	8	13	62,5	88	109	23,9
IIC y FCR	35	31	-11,4	167	224	34,1
Participaciones preferentes	24	0	-100,0	26	2	-92,3
<b>Renta fija</b>	<b>4.534</b>	<b>3.189</b>	<b>-29,7</b>	<b>4.581</b>	<b>3.206</b>	<b>-30,0</b>
Deuda pública	68	97	42,6	68	97	42,6
Letras y pagarés	12	15	25,0	12	15	25,0
Bonos y obligaciones	56	82	46,4	56	82	46,4
Renta fija privada	4.466	3.092	-30,8	4.513	3.109	-31,1
Pagarés	3.948	2.865	-27,4	3.948	2.865	-27,4
Bonos	189	67	-64,6	198	74	-62,6
Obligaciones	33	8	-75,8	35	9	-74,3
Cédulas	62	78	25,8	75	82	9,3
Bonos de titulización	234	74	-68,4	257	79	-69,3
<b>Productos estructurados</b>	<b>41</b>	<b>57</b>	<b>39,0</b>	<b>42</b>	<b>62</b>	<b>47,6</b>
<b>Derechos</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>0,0</b>	<b>28</b>	<b>27</b>	<b>-3,6</b>
<b>Warrants y certificados</b>	<b>2.599</b>	<b>2.603</b>	<b>0,2</b>	<b>2.603</b>	<b>2.609</b>	<b>0,2</b>
<b>Opciones</b>	<b>7.196</b>	<b>8.106</b>	<b>12,6</b>	<b>7.196</b>	<b>8.106</b>	<b>12,6</b>
<b>Futuros</b>	<b>257</b>	<b>242</b>	<b>-5,8</b>	<b>257</b>	<b>242</b>	<b>-5,8</b>
<b>Total</b>	<b>14.721</b>	<b>14.268</b>	<b>-3,1</b>	<b>14.988</b>	<b>14.587</b>	<b>-2,7</b>

Fuente: CNMV.



Al finalizar el año, el número de valores y otros instrumentos financieros activos con código ISIN en la base de datos de la ANCV ascendía a 21.990. Los valores e instrumentos financieros cotizados representaban el 56% del total.

Por lo que respecta a las consultas atendidas por la ANCV, su número total fue de 953, produciéndose un incremento del 6,2% respecto al año anterior. Las consultas sobre códigos nacionales, que supusieron un 76% del total, experimentaron un aumento del 20,4% respecto a las atendidas en 2009. Por su parte, las consultas sobre códigos extranjeros sufrieron un descenso del 22,8%.

### Consultas atendidas directamente por la ANCV

CUADRO 18.2

	2009	2010	% var.
Códigos nacionales	603	726	20,4
Códigos extranjeros	294	227	-22,8
<b>Total</b>	<b>897</b>	<b>953</b>	<b>6,2</b>

Fuente: CNMV.



La LMV dispone, en su artículo 22, que el Comité Consultivo de la CNMV, presidido por el Vicepresidente de la institución, es el órgano de asesoramiento de su Consejo. Asimismo, este precepto señala que contará con representantes de los mercados secundarios oficiales, de los emisores, de los inversores y de cada una de las Comunidades Autónomas con competencias en materia de mercados de valores en cuyo territorio exista un mercado secundario oficial.

De acuerdo con el artículo 23 de la LMV, el Comité Consultivo emitirá un informe preceptivo en los siguientes casos: i) aprobación de las circulares de la CNMV; ii) imposición de sanciones por infracciones muy graves<sup>1</sup>; iii) procesos de autorización, revocación y operaciones societarias de las empresas de servicios de inversión; y iv) procesos de autorización, revocación y operaciones societarias de las sucursales de empresas de servicios de inversión de países no miembros de la Unión Europea<sup>2</sup>.

Además de su función asesora 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 el objeto de hacer efectivo el principio de audiencia de los sectores afectados en el procedimiento de elaboración de disposiciones administrativas.

Adicionalmente, en 2004 la CNMV acordó potenciar el papel asesor del Comité Consultivo al extender sus actuaciones a materias de ámbito internacional relacionadas con los mercados de valores. Así, desde entonces 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 IOSCO y CESR/ESMA o con otras iniciativas de la CNMV o del propio Comité. De esta forma, se logra una mayor participación del sector, de acuerdo con las recomendaciones internacionales de análisis de impacto de la normativa.

El Comité se debe reunir al menos una vez cada tres meses según la normativa (Real Decreto 504/2003) pero, en la práctica, normalmente se convoca una reunión mensual.

---

1 Este punto (la letra c) del artículo 23 de la LMV ha sido derogado por la disposición final quinta de la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, suprimiendo la intervención del Comité en los expedientes sancionadores por infracciones muy graves, iniciados con posterioridad a la entrada en vigor de la mencionada Ley 2/2011.

2 Si bien desde 2008 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. La LMV prevé que el informe del Comité Consultivo sea preceptivo en los procedimientos de autorización, revocación y operaciones societarias de las ESI cuando así se establezca reglamentariamente. La aprobación del RD 217/2008 implica la derogación del RD 867/2001, que sí contenía esta previsión.

El cuadro 19.1 ofrece un resumen estadístico de los expedientes tratados por el Comité Consultivo en 2010. En comparación con el año anterior, cabe destacar un aumento de los informes preceptivos sobre normas, debido al mayor desarrollo normativo derivado de la transposición de diferentes normas europeas. En cambio, se produjo un descenso del número de consultas voluntarias, asociado a un menor número de nuevos proyectos de la Unión Europea relacionados con la respuesta reguladora a la crisis financiera, origen de buena parte de los expedientes de este tipo analizados en 2009. Por otra parte, el Comité examinó doce expedientes relativos a sanciones por infracciones muy graves, cuatro más que el año anterior.

**Tipos de expedientes sometidos a la opinión del Comité Consultivo**

CUADRO 19.1

	Número de asuntos	
	2009	2010
Informes preceptivos sobre normas	10	16
Propuestas de sanciones muy graves	8	12
Consultas voluntarias (IOSCO, CESR y otros)	18	11
<b>Total</b>	<b>36</b>	<b>39</b>

Fuente: CNMV.

El cuadro 19.2 presenta el desglose de los asuntos tratados dentro de los tres tipos de expediente considerados anteriormente.

#### Informes preceptivos sobre normas

- Proyecto de Circular de la CNMV sobre operaciones con instrumentos derivados de las IIC (25/01/2010).
- Propuesta de actualización del Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (25/01/2010).
- Proyecto de Orden Ministerial por la que se desarrolla el RD 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, en materia de tarifas y contratos tipo (22/02/2010).
- Proyecto de Real Decreto por el que se modifica el Real Decreto sobre fondos de garantía de depósitos en entidades de crédito y el Real Decreto sobre sistemas de indemnización a los inversores (22/03/2010).
- Proyecto de Orden Ministerial de regulación y control de la publicidad de los servicios bancarios (22/03/2010).
- Proyecto de Circular de la CNMV, por la que se modifica la Circular 2/2009, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de titulización (26/04/2010).
- Proyecto de Circular de la CNMV, sobre procedimientos administrativos de autorización de entidades de capital-riesgo (24/05/2010).
- Anteproyecto de Ley por la que se modifica la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pago y de liquidación de valores y el Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso de la productividad y para la mejora de la contratación pública (24/05/2010).
- Proyecto de Real Decreto por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones (28/06/2010).
- Proyecto de Circular de la CNMV, sobre información reservada de las entidades que prestan servicios de inversión (28/06/2010).
- Anteproyecto de Ley por la que se modifican la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre adaptación del derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las comunidades europeas (19/07/2010).
- Proyecto de Circular de la CNMV, sobre valores y otros instrumentos de naturaleza financiera codificables y procedimientos de codificación y de Norma técnica de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en sus funciones de codificación de valores negociables y otros instrumentos de naturaleza financiera, sobre estructura de los códigos (19/07/2010).
- Anteproyecto de Ley por el que se modifican determinadas normas financieras para la aplicación del Reglamento (CE) nº 1060/2009, de 16 de septiembre, sobre agencias de calificación crediticia (13/09/2010).
- Proyecto de Orden Ministerial sobre los convenios de promoción de fondos de titulización de activos para favorecer la financiación empresarial (13/09/2010).
- Proyecto de Circular de la CNMV, sobre información a remitir por el adquirente potencial para la evaluación cautelar de las adquisiciones e incrementos de participaciones significativas de ESI y SGIC (13/09/2010).
- Proyecto de Circular de la CNMV, de modificación de la Circular 12/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre solvencia de las empresas de Servicios de Inversión y sus grupos consolidables (25/10/2010).

#### Propuestas de sanciones muy graves

- Una propuesta por incumplimiento de la normativa sobre opas (25/01/2010).
- Una propuesta por aumento y reducción de participación significativa incumpliendo los deberes de solicitud de autorización previa y de comunicación, respectivamente, a la CNMV (26/04/2010).
- Tres propuestas por la remisión con demora sobre el plazo legalmente establecido del Informe Financiero Anual (24/05/2010 y 28/06/2010).
- Cinco propuestas por incumplimiento de los deberes de información a la CNMV en relación con la comunicación de participaciones significativas (28/06/2010 y 13/12/2010).
- Una propuesta por presentar deficiencias en la organización administrativa y contable y en los procedimientos de control interno, incluidos los relativos a la gestión de los riesgos, poniendo en peligro la solvencia y la viabilidad de la entidad (13/09/2010).
- Una propuesta por falta de medios técnicos y humanos suficientes en relación con la naturaleza y características de algunos de los instrumentos financieros adquiridos para sus carteras gestionadas de clientes (25/10/2010).

#### Consultas voluntarias (IOSCO, CESR y otros)

- Propuesta de CESR para extender las notificaciones de participaciones significativas a los instrumentos con efectos económicos similares a los de las acciones y a los que den derecho a adquirir acciones (22/02/2010).
- Consulta de CESR sobre transparencia en mercados de renta variable (24/05/2010).
- Consulta de CESR sobre transparencia en mercados que no sean de renta variable (24/05/2010).
- Consulta de CESR sobre protección al inversor e intermediarios (24/05/2010).
- Consulta de CESR sobre información de las transacciones (24/05/2010).
- Guía de actuación de la CNMV para el análisis de la conveniencia e idoneidad (24/05/2010).
- Propuesta de modificación de las Normas de Régimen Interior del Comité Consultivo (24/05/2010).
- Consulta de la Comisión Europea sobre ventas en corto (28/06/2010).
- Modelo de contrato de liquidez para la admisión en el Mercado AIAF (13/09/2010).
- Plan de Actividades de la CNMV 2011 (13/12/2010).
- Guía de la CNMV sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión (13/12/2010).



## VI Informe del Órgano de Control Interno







INFORME DE AUDITORÍA PREVISTO EN LA LEY  
44/2002, DE MEDIDAS DE REFORMA DEL SISTEMA  
FINANCIERO - AÑO 2010



## 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 21 de diciembre 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 realizado de acuerdo con 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 ha sido 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 2010.

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, de 4 de noviembre de 2009 y de 28 de julio de 2010.

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 2010, 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, 16 de marzo de 2011

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 2010

## 1 Balance de situación

Nº cuentas	Activo	Ejercicio corriente	Ejercicio anterior
	<b>A) INMOVILIZADO</b>	<b>35.053.113,0</b>	<b>35.005.662,6</b>
	II. Inmovilizaciones inmateriales	4.698.965,2	4.024.432,6
215	3. Aplicaciones informáticas	8.961.634,2	7.345.763,4
281	7. Amortizaciones	-4.262.669,0	-3.321.330,8
	III. Inmovilizaciones materiales	30.352.912,0	30.979.994,2
220, 221	1. Terrenos y construcciones	28.773.979,0	28.773.979,0
226	3. Utillaje y mobiliario	2.878.100,5	3.092.176,5
227, 228	4. Otro inmovilizado	6.136.628,7	5.973.292,7
282	5. Amortizaciones	-7.435.796,2	-6.859.454,0
	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>129.436.250,8</b>	<b>120.738.736,2</b>
	II. Deudores	7.685.353,8	7.560.954,6
460, 469	1. Deudores varios	7.668.148,4	7.506.428,7
471	3. Administraciones Públicas	337,7	337,7
555, 558	4. Otros deudores	50.992,3	90.012,7
490	5. Provisiones	-34.124,6	-35.824,5
	III. Inversiones financieras temporales	115.542.220,8	109.179.383,7
541, 546	1. Cartera de valores a corto plazo	115.504.435,3	109.152.504,0
544	2. Otras inversiones y créditos a corto plazo	37.785,5	26.879,6
57	IV. Tesorería	5.923.636,6	3.748.232,2
480	V. Ajustes por periodificación	285.039,6	250.165,7
	<b>TOTAL GENERAL (A+B+C)</b>	<b>164.489.363,8</b>	<b>155.744.398,8</b>





## 2 Cuenta del resultado económico-patrimonial

<b>Debe</b>	<b>Ejercicio corriente</b>	<b>Ejercicio anterior</b>
<b>A) GASTOS</b>	<b>44.129.032,6</b>	<b>43.215.518,5</b>
3. Gastos de funcionamiento de los servicios y prestaciones sociales	43.342.571,8	42.697.788,2
a) Gastos de personal:	26.455.047,7	26.117.912,1
a.1) Sueldos, salarios y asimilados	21.154.770,7	21.034.231,5
a.2) Cargas sociales	5.300.277,0	5.083.680,7
c) Dotaciones para amortizaciones de inmovilizado	1.785.711,2	1.492.848,1
d) Variación de provisiones de tráfico	5.889,2	7.693,5
d.2) Variación de provisiones y pérdidas de créditos incobrables	5.889,2	7.693,5
e) Otros gastos de gestión	15.095.191,4	15.047.086,8
e.1) Servicios exteriores	15.033.664,9	14.950.669,7
e.2) Tributos	51.866,3	92.993,3
e.3) Otros gastos de gestión corriente	9.660,2	3.423,8
f) Gastos financieros y asimilables	506,3	31.797,3
f.1) Por deudas	506,3	31.797,3
h) Diferencias negativas de cambio	226,0	450,5
4. Transferencias y subvenciones	446.849,7	436.856,7
b) Subvenciones corrientes	446.849,7	436.856,7
5. Pérdidas y gastos extraordinarios	339.611,1	80.873,6
a) Pérdidas procedentes de inmovilizado	77.737,3	9.130,9
d) Gastos y pérdidas de otros ejercicios	261.873,8	71.742,7
<b>AHORRO</b>	<b>9.468.336,0</b>	<b>10.424.203,8</b>

## 2 Cuenta del resultado económico-patrimonial (continuación)

Haber	Ejercicio corriente	Ejercicio anterior
<b>B) INGRESOS</b>	<b>53.597.368,6</b>	<b>53.639.722,3</b>
3. Ingresos de gestión ordinaria	50.907.674,6	51.090.790,2
a) Ingresos tributarios	50.907.674,6	51.090.790,2
a1) Tasas por prestación de servicios o realización de actividades	50.907.674,6	51.090.790,2
4. Otros ingresos de gestión ordinaria	2.368.833,0	2.543.949,7
b) Trabajos realizados por la entidad	862.188,8	1.268.006,5
c) Otros ingresos de gestión	666.552,2	152.837,2
c.1) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	251.125,9	152.837,2
c.2) Exceso de provisiones de riesgos y gastos	415.426,4	0,0
e) Ingresos de otros valores negociables y de créditos del activo inmovilizado	783.849,0	1.029.485,1
f) Otros intereses e ingresos asimilados	56.241,8	93.615,4
f.1) Otros intereses	56.241,8	93.615,4
g) Diferencias positivas de cambio	1,1	5,6
6. Ganancias e ingresos extraordinarios	320.861,0	4.982,4
a) Beneficios procedentes del inmovilizado	3.327,9	0,0
c) Ingresos extraordinarios	9.250,0	528,0
d) Ingresos y beneficios de otros ejercicios	308.283,1	4.454,4

### 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	41.947.392,7	41.603.166,0
c) Servicios exteriores	15.033.664,9	14.950.363,5
d) Tributos	51.866,3	92.993,3
e) Gastos de personal	26.233.374,8	26.007.844,8
g) Transferencias y subvenciones	446.849,7	436.856,7
h) Gastos financieros	732,3	32.247,7
i) Otras pérdidas de gestión corriente y gastos excepcionales	175.015,5	75.166,5
j) Dotación provisiones de activos circulantes	5.889,2	7.693,5
4. Adquisiciones y otras altas del inmovilizado	1.793.751,9	2.545.903,7
b) I. Inmateriales	1.605.971,6	2.146.372,7
c) I. Materiales	187.780,3	399.530,9
5. Disminuciones directas del patrimonio	525,8	0,0
b) En cesión	525,8	0,0
7. Provisiones por riesgos y gastos	146.744,3	200.581,2
<b>TOTAL APLICACIONES</b>	<b>43.888.414,6</b>	<b>44.349.650,8</b>
<b>EXCESO DE ORÍGENES S/APLICACIONES (AUMENTO DE CAPITAL CIRCULANTE)</b>	<b>9.081.783,0</b>	<b>9.290.071,5</b>

<b>Fondos obtenidos</b>	<b>Ejercicio corriente</b>	<b>Ejercicio anterior</b>
1. Recursos procedentes de operaciones de gestión	52.964.423,0	53.639.722,3
e) Tasas, precios públicos y contribuciones especiales	50.907.674,6	51.090.790,2
g) Ingresos financieros	840.091,9	1.123.106,1
h) Otros ingresos de gestión corriente y gastos excepcionales	1.216.656,5	1.425.826,1
3. Incrementos directos de patrimonio	1.921,0	0,0
b) En cesión	1.921,0	0,0
5. Enajenaciones y otras bajas de inmovilizado	3.853,7	0,0
c) I. Materiales	3.853,7	0,0
<b>TOTAL ORÍGENES</b>	<b>52.970.197,6</b>	<b>53.639.722,3</b>
<b>EXCESO DE APLICACIONES S/ORÍGENES (DISMINUCIÓN DE CAPITAL CIRCULANTE)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>

#### 4 Cuadro de financiación. Variación de capital circulante

EJERCICIO: 2010

Variación de capital circulante (Resumen)	Ejercicio corriente		Ejercicio anterior	
	Aumentos	Disminuciones	Aumentos	Disminuciones
2. Deudores	163.419,6	0,0	1.986.224,6	0,0
a) Deudores derivados de la actividad	163.419,6	0,0	1.986.224,6	0,0
3. Acreedores	416.786,9	0,0	23.025.632,3	235.442,8
a) Acreedores derivados de la actividad	133.862,3	0,0	0,0	235.442,8
b) Otros acreedores	282.924,7	0,0	23.025.632,3	0,0
4. Inversiones financieras temporales	6.362.837,2	0,0	0,0	12.668.941,4
6. Otras cuentas no bancarias	0,0	71.539,0	33.915,3	0,0
7. Tesorería	2.175.567,1	162,8	3.364,4	2.879.382,6
a) Caja	0,0	162,8	3.364,4	0,0
c) Otros bancos e instituciones de crédito	2.175.567,1	0,0	0,0	2.879.382,6
8. Ajustes por periodificación	34.873,9	0,0	24.701,7	0,0
<b>TOTAL</b>	<b>9.153.484,7</b>	<b>71.701,7</b>	<b>25.073.838,3</b>	<b>15.783.766,8</b>
<b>VARIACIÓN DEL CAPITAL CIRCULANTE</b>	<b>9.081.783,0</b>	<b>0,0</b>	<b>9.290.071,5</b>	<b>0,0</b>

## 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		
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	% var. 10/09
<b>Ampliaciones de capital</b>	<b>24</b>	<b>32</b>	<b>42</b>	<b>52</b>	<b>11.388,7</b>	<b>15.412,3</b>	<b>35,3</b>
De las cuales OPS <sup>2</sup>	2	12	2	12	17,4	964,0	5.445,2
Con tramo nacional	2	12	2	12	14,9	66,9	347,9
Con tramo internacional	0	4	0	4	2,5	897,2	–
<b>Ofertas públicas de venta (OPV)</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>1,9</b>	<b>605,7</b>	<b>31.131,5</b>
Del tramo nacional	1	2	1	3	1,9	79,1	3.977,4
Del tramo internacional	0	1	0	2	0,0	526,7	–
<b>Total</b>	<b>24</b>	<b>33</b>	<b>43</b>	<b>55</b>	<b>11.390,7</b>	<b>16.018,0</b>	<b>40,6</b>
<b>Pro memoria: salidas a bolsa</b>							
Mediante OPV u OPS <sup>2</sup>	2	13	3	15	19,3	1.569,8	8.023,2
Otras	1	1	1	1	879,2	8.000,0	810,0

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.

## 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
European Aeronautic Defence and Space Company Eads	14,6	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	12-ene-10
Urbas Guadahermosa, S.A.	37,0	Ampliación de capital por conversión	19-ene-10
Inmobiliaria Colonial, S.A.	0,2	Ampliación de capital por conversión	21-ene-10
Service Point Solutions, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	09-feb-10
Jazztel, Plc	3,1	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	11-feb-10
General de Alquiler de Maquinaria, S.A.	39,6	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	18-feb-10
Grupo Empresarial ENCE, S.A.	130,1	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	04-mar-10
Grupo Ezentis, S.A.	2,0	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	04-mar-10
Inmobiliaria Colonial, S.A.	0,1	Ampliación de capital por conversión	30-mar-10
Inmobiliaria Colonial, S.A.	1.413,7	Ampliación de capital por conversión	30-mar-10
Jazztel, S.A.	0,0	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	06-abr-10
Banco Pastor, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	04-may-10
Faes Farma, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	07-may-10
Fergo AISA, S.A.	71,1	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	20-may-10
MAPFRE, S.A.	189,3	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	25-may-10
Fergo AISA, S.A.	25,0	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	27-may-10
Jazztel, Plc.	0,7	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	27-may-10
Inmobiliaria Colonial, S.A.	1.954,3	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	01-jun-10
Banco de Valencia, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	15-jun-10
Grupo Ezentis, S.A.	2,9	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	15-jun-10
Abertis Infraestructura, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	22-jun-10
Urbas Guadahermosa, S.A.	0,4	Ampliación de capital por conversión	01-jul-10
Iberdrola, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	02-jul-10
Inmobiliaria Colonial, S.A.	1.804,4	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	09-jul-10
La Seda de Barcelona, S.A.	300,0	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	15-jul-10
Gamesa Corporación Tecnológica, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	22-jul-10
SOS Corporación Alimentaria, S.A.	149,2	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	23-jul-10
SOS Corporación Alimentaria, S.A.	60,8	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	27-jul-10
Zardoya Otis, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	05-ago-10
Nyesa Valores Corporación, S.A.	1,8	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	11-ago-10
Inmobiliaria Colonial, S.A.	0,2	Ampliación de capital por conversión	19-ago-10
Jazztel, Plc	0,3	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	06-oct-10
Banco Santander, S.A.	167,7	Ampliación de capital por conversión	13-oct-10
Duro Felguera, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	19-oct-10
Inmobiliaria Colonial, S.A.	0,0	Ampliación de capital por conversión	28-oct-10
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	5.014,8	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	02-nov-10
Banco Santander, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	05-nov-10
Banco de Sabadell, S.A.	196,6	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	18-nov-10
Banco Popular Español, S.A.	6,2	Ampliación de capital por conversión	18-nov-10
Banco Popular Español, S.A.	178,9	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	18-nov-10



**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
Gestevisión Telecinco, S.A.	499,2	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	18-nov-10
Nyesa Valores Corporación, S.A.	2,5	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	18-nov-10
SOS Corporación Alimentaria, S.A.	185,2	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	18-nov-10
SOS Corporación Alimentaria, S.A.	200,1	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	18-nov-10
Liwe Española, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	23-nov-10
Promotora de Informaciones, S.A.	482,1	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	01-dic-10
Promotora de Informaciones, S.A.	321,5	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	01-dic-10
Promotora de Informaciones, S.A.	576,3	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	01-dic-10
Vidrala, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	02-dic-10
Sacyr Vallehermoso, S.A.	401,3	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	07-dic-10
Compañía Levantina de Edificación y Obras Públicas, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	09-dic-10
Nyesa Valores Corporación, S.A.	6,5	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	21-dic-10
Amper, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	23-dic-10
Iberdrola, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	23-dic-10
Vértice Trescientos Sesenta Grados, S.A.	8,5	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	23-dic-10

Fuente: CNMV. (1) Las ampliaciones de capital sin contraprestación monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.

**Sociedades excluidas de cotización bursátil en 2010<sup>1</sup>**

I.3

Sociedad	Mercado	Motivo. Procedimiento	Fecha
Federico Paternina, S.A.	SIBE	Opa de exclusión formulada por Inversora Mer, S.L.	08/01/2010
LEFA, S.A.	2º mercado	Excluido de la Bolsa de Barcelona por la Generalitat de Catalunya	16/02/2010
Industrias del Acetato de Celulosa, S.A.	Corros	Excluido de la Bolsa de Barcelona por la Generalitat de Catalunya	27/04/2010
Sociedad General de Aguas de Barcelona, S.A.	SIBE	Opa de exclusión formulada por la propia sociedad	01/06/2010
MECALUX, S.A.	SIBE	Opa de exclusión formulada por la propia sociedad	08/07/2010
Exide Technologies, S.A.	SIBE	Exclusión de negociación por la compra formulada por el accionista mayoritario de la sociedad	05/08/2010
Banco Guipuzcoano, S.A.	SIBE	Liquidación de la opa formulada y venta forzosa por Banco de Sabadell	26/11/2010

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

I.4

Rentabilidad en el periodo

	2007	2008	2009	2010	2010			
					1 Trim.	2 Trim.	3 Trim.	4 Trim.
<b>Bolsa de Madrid</b>								
Petróleo y energía	13,0	-33,3	-2,7	-8,6	-5,5	-19,3	14,4	4,8
Mat. básicos, industria y construcción	-3,2	-50,5	22,5	-15,2	-4,4	-20,6	11,4	0,3
Bienes de consumo	6,1	-25,7	26,3	17,0	7,3	-6,1	18,8	-2,2
Servicios de consumo	-8,0	-45,1	32,3	-0,1	0,6	-17,3	17,1	2,6
Servicios financieros e inmobiliarios	-5,5	-49,2	47,3	-31,7	-14,2	-13,0	8,8	-15,9
Banca	-3,6	-49,0	50,0	-33,1	-15,0	-13,0	8,8	-16,8
Inmobiliarias y otros	-40,6	-68,0	-31,8	-53,3	-2,3	-21,7	-13,0	-29,8
Tecnología y telecomunicaciones	34,3	-28,8	22,8	-12,8	-9,9	-13,1	18,2	-5,8
<b>IGBM</b>	<b>5,6</b>	<b>-40,6</b>	<b>27,2</b>	<b>-19,2</b>	<b>-9,6</b>	<b>-14,5</b>	<b>12,9</b>	<b>-7,5</b>
<b>Bolsa de Barcelona</b>								
Eléctricas	12,3	-26,2	-9,1	-8,3	-5,8	-23,2	21,2	4,6
Bancos	-0,8	-49,6	58,1	-32,1	-14,9	-12,7	8,4	-15,7
Químicas	-10,4	-41,5	21,5	2,6	-6,3	-9,9	14,1	6,5
Cementos, construcción e inmobiliarias	-32,0	-61,5	20,2	-17,5	-6,6	-21,2	13,8	-1,4
Metalúrgica	8,0	-47,9	6,1	-31,1	-6,6	-25,0	-8,4	7,5
Alimentación, agrícola y forestal	-14,0	-23,1	2,2	15,6	3,7	-5,2	1,3	16,1
Textil y papelera	-8,5	-30,2	38,1	28,0	12,2	-3,7	22,9	-3,6
Comercio y finanzas	-9,6	-37,7	21,0	-2,3	2,7	-12,8	9,3	-0,2
Servicios diversos	23,3	-32,6	23,5	-11,6	-7,7	-14,2	15,9	-3,7
<b>BCN Global 100</b>	<b>5,2</b>	<b>-41,8</b>	<b>34,7</b>	<b>-19,7</b>	<b>-10,2</b>	<b>-14,6</b>	<b>12,6</b>	<b>-7,0</b>

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles.

## Concentración sectorial de la capitalización

I.5

Sector	2009				2010			
	25%	50%	75%	100%	25%	50%	75%	100%
Petróleo	1	1	1	2	1	1	1	2
Energía y agua	1	2	4	9	1	2	3	9
Minería y metálicas básicas	1	1	3	8	1	1	1	8
Cementos y mat. construcción	1	2	3	4	1	2	3	4
Químicas	1	2	3	6	1	2	3	6
Textil y papeleras	1	1	1	19	1	1	1	17
Metal-mecánica	1	2	4	17	1	2	4	15
Alimentación	1	2	4	13	1	2	4	12
Construcción	1	2	3	7	1	2	4	8
Inmobiliarias	2	5	9	26	2	4	8	22
Transportes y comunicaciones	1	1	1	5	1	1	1	4
Otros no financieros	2	4	7	24	1	3	7	25
Bancos	1	1	2	10	1	1	2	9
Seguros	1	1	1	2	1	1	1	2
Sociedades de cartera	1	1	1	10	1	1	1	8
SICAV	1	1	2	2	1	1	2	2
Entidades de financiación	0	0	0	0	0	0	0	0

Fuente: CNMV.

## Concentración de la contratación bursátil de renta variable

I.6

Nº de empresas necesarias para alcanzar un determinado porcentaje

	2009				2010			
	25%	50%	75%	100%	25%	50%	75%	100%
<b>Total bolsas</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>169</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>157</b>
Mercado continuo	1	3	5	135	1	2	5	131
Nacional	1	3	5	130	1	2	5	125
Extranjeras	1	1	2	5	1	1	1	6
Corros	2	3	6	29	1	1	1	21
Segundo Mercado	1	1	2	5	1	1	1	5
ETF	2	4	7	32	2	4	6	65
MAB	16	90	305	3.267	20	93	275	3.185
Latibex	2	5	11	33	6	9	15	32

Fuente: CNMV.

## Porcentaje de la capitalización por sectores y mayores empresas respecto al conjunto del mercado<sup>1</sup>

1,7

Sector	% sector / mercado <sup>2</sup>	Empresas de mayor capitalización del sector	% empresa / mercado <sup>3</sup>
Petróleo	6,4%	Repsol YPF	5,4
		Compañía Española de Petróleos, CEPSA	1,0
Energía y agua	17,5%	Iberdrola	6,7
		Endesa	4,3
		Iberdrola Renovables, S.A.	2,4
Minería y metálicas básicas	1,3%	Acerinox	0,7
		Grupo Duro Felguera	0,2
		Cie. Automotive	0,1
Cementos y material de construcción	0,5%	Uralita	0,1
		Cementos Molins	0,1
		Vidrala	0,1
Químicas	0,6%	Almirall, S.A.	0,2
		Zeltia	0,1
		Faes Farma	0,1
Textil y papeleras	8,4%	Industria de Diseño Textil, Inditex	7,4
		Grifols	0,5
		Grupo Empresarial ENCE	0,1
Metal-mecánica	2,4%	Zardoya Otis	0,8
		Técnicas Reunidas, S.A.	0,6
		Abengoa	0,4
Alimentación	1,6%	Ebro Foods, S.A.	0,5
		Sociedad Anónima DAMM	0,4
		Viscofan	0,3
Construcción	5,6%	ACS, Actividades de Construcción y Servicios	2,3
		Ferrovial, S.A.	1,2
		Acciona	0,7
Inmobiliarias	1,1%	Grupo Inmocaral	0,3
		Testa Inmuebles en Renta, S.A.	0,1
		Fomento Balear de Inversiones	0,1
Transportes y comunicaciones	19,3%	Telefónica	16,4
		Abertis Infraestructuras	2,1
		Iberia Líneas Aéreas de España	0,6
Otros no financieros	5,2%	Amadeus IT Holding	1,5
		Gestevisión Telecinco	0,6
		Prosegur Compañía de Seguridad	0,6
Bancos	25,1%	Banco Santander Central Hispano	14,0
		Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	7,2
		Banco Popular Español	1,1
Seguros	1,7%	Mapfre, S.A.	1,3
		Grupo Catalana Occidente	0,3
Sociedades de cartera	3,5%	Criteria Caixacorp, S.A.	2,8
		Corporación Financiera Alba	0,5
		Unión Europea de Inversiones	0,0
SICAV	0,0%	CAT Patrimonis	0,0
		Compañía General de Inversiones	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) Porcentaje de la capitalización de las empresas citadas respecto a la capitalización total del mercado.

Importes en millones de euros

Empresa	Capitalización <sup>2</sup>			Contratación		
	2009	2010	% total <sup>3</sup>	2009	2010	% total <sup>3</sup>
Telefónica	89.089,2	77.428,2	16,4	206.244,9	252.393,4	24,6
Banco Santander Central Hispano	95.042,9	66.033,3	14,0	220.367,3	267.713,1	26,1
Inditex	27.046,3	34.925,2	7,4	16.886,4	31.699,3	3,1
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	47.711,6	33.951,3	7,2	124.946,7	169.246,5	16,5
Iberdrola	35.033,0	31.630,8	6,7	70.646,5	63.290,7	6,2
Repsol YPF	22.860,7	25.455,0	5,4	50.792,8	52.261,9	5,1
Endesa	25.351,8	20.428,6	4,3	4.519,6	3.078,8	0,3
Critería Caixacorp	11.080,7	13.391,0	2,8	2.517,5	4.436,3	0,4
Iberdrola Renovables	14.023,9	11.219,1	2,4	7.410,8	5.800,1	0,6
ACS	10.953,5	11.036,9	2,3	8.015,7	8.776,2	0,9
Gas Natural	13.904,7	10.591,0	2,2	10.216,2	13.258,2	1,3
Abertis Infraestructuras	11.064,5	9.943,8	2,1	6.812,9	12.855,2	1,3
Corporación Mapfre	8.554,8	6.259,3	1,3	4.245,9	4.784,5	0,5
Ferrovial	6.033,1	5.453,6	1,2	3.803,1	8.585,3	0,8
Banco Popular Español	6.839,1	5.281,1	1,1	15.774,2	15.229,2	1,5
Red Eléctrica de España	5.251,2	4.761,5	1,0	6.443,7	7.668,4	0,7
Banesto	5.884,0	4.261,8	0,9	1.026,7	951,4	0,1
Banco de Sabadell	4.650,0	3.727,7	0,8	3.577,2	5.727,8	0,6
Enagás	3.682,5	3.560,7	0,8	5.976,8	6.730,0	0,7
Acciona	5.789,4	3.368,2	0,7	6.093,1	5.955,6	0,6
Acerinox	3.622,4	3.272,1	0,7	3.324,6	4.281,5	0,4
Iberia Líneas Aéreas de España	1.809,9	3.045,2	0,6	3.377,8	4.007,6	0,4
Gestevisión Telecinco	2.508,3	2.744,4	0,6	2.531,4	5.360,6	0,5
Técnicas Reunidas	2.243,1	2.661,5	0,6	3.307,0	4.582,4	0,4
FCC	3.749,1	2.502,8	0,5	3.180,0	3.468,9	0,3
Obrascón Huarte Lain	1.884,1	2.261,6	0,5	2.537,7	4.114,4	0,4
Grifols	2.600,5	2.173,3	0,5	6.041,0	4.849,1	0,5
Indra Sistemas	2.701,6	2.098,4	0,4	4.288,9	4.352,6	0,4
Bankinter	3.385,2	1.967,6	0,4	3.066,4	3.410,6	0,3
Abengoa	2.044,6	1.662,4	0,4	1.488,2	2.746,7	0,3
BME	1.881,4	1.490,9	0,3	3.852,1	2.597,8	0,3
Sacyr Vallehermoso	2.439,7	1.448,6	0,3	1.428,0	2.207,4	0,2
Gamesa Corporación Tecnológica	2.867,3	1.403,5	0,3	8.911,7	7.359,9	0,7
Ebro Foods	2.235,7	479,7	0,1	1.134,8	5.313,6	0,5
ArcelorMittal	560,3	479,7	0,1	3.270,6	5.313,6	0,5

Fuente: CNMV. (1) Se consideran las empresas pertenecientes al Ibex 35 el 30 de diciembre de 2010. (2) Capitalización a último día del año. (3) Respecto al total del mercado.

## Ofertas públicas de adquisición de valores autorizadas en 2010

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>
Sociedad de Aguas de Barcelona, S.A.	Sociedad de Aguas de Barcelona, S.A.	Opa obligatoria por exclusión	10,0	273,1	9,1
Mecalux, S.A.	Mecalux, S.A.	Opa obligatoria por exclusión	7,4	38,8	7,0
Companyia d'Aigües de Sabadell, S.A.	Sociedad de Aguas de Barcelona, S.A.	Opa voluntaria para toma de control	88,8	0,9	2,1
Banco Guipuzcoano, S.A.	Banco de Sabadell, S.A.	Opa voluntaria para toma de control	100,0	726,8	97,0
<b>Total</b>				<b>1.039,6</b>	

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

Sector	Nº de empresas		Capitalización			Contratación		
	2009	2010	2009	2010	% Var.	2009	2010	% Var.
Petróleo	2	2	144.947,7	115.346,3	-20,4	81,3	87,6	7,7
Energía y agua	4	4	38.860,2	36.829,7	-5,2	40,1	43,7	9,0
Minería y metálicas básicas	5	5	117.152,3	154.156,4	31,6	141,7	216,7	53,0
Químicas	1	1	1.903,4	3.242,3	70,3	3,7	4,9	31,6
Textil y papeleras	1	1	0,0	0,0	-	3,8	0,0	-100,0
Metal-mecánica	1	1	2.443,3	4.068,9	66,5	10,2	10,7	5,1
Alimentación	1	1	2.493,3	2.862,2	14,8	26,2	10,8	-58,9
Inmobiliarias	2	2	1.102,6	1.551,7	40,7	1,7	1,8	4,9
Transportes y comunicación	5	5	51.052,6	58.147,2	13,9	56,3	56,4	0,3
Otros no financieros	1	1	829,4	1.121,7	35,2	1,5	0,9	-36,5
Bancos	7	6	37.924,1	50.444,3	33,0	40,0	57,7	44,2
Sociedades de cartera	1	1	5.185,9	6.766,5	30,5	15,4	22,3	44,8
Entidades de financiación	1	1	8.734,2	7.766,4	-11,1	12,8	7,6	-40,5
<b>Total</b>	<b>32</b>	<b>31</b>	<b>412.628,9</b>	<b>442.303,5</b>	<b>7,2</b>	<b>434,7</b>	<b>521,2</b>	<b>19,9</b>

Fuente: CNMV.

## Emisiones brutas de las Administraciones Públicas

I.11

Importes nominales en millones de euros

	Importe				% de variación anual		
	2007	2008	2009	2010	08/07	09/08	10/09
<b>Estado</b>	<b>52.091</b>	<b>115.181</b>	<b>228.341</b>	<b>210.808</b>	<b>121,1</b>	<b>98,2</b>	<b>-7,7</b>
Corto plazo	26.971	52.657	109.999	114.660	95,2	108,9	4,2
Largo plazo	25.120	62.523	118.342	96.147	148,9	89,3	-18,8
<b>Comunidades Autónomas</b>	<b>7.553</b>	<b>9.087</b>	<b>19.623</b>	<b>30.910</b>	<b>20,3</b>	<b>115,9</b>	<b>57,5</b>
Corto plazo	4.004	5.054	7.109	8.547	26,2	40,7	20,2
Largo plazo	3.548	4.033	12.514	22.363	13,7	210,3	78,7
<b>Corporaciones locales</b>	<b>496</b>	<b>208</b>	<b>51</b>	<b>0</b>	<b>-58,1</b>	<b>-75,3</b>	<b>-</b>
Corto plazo	-	-	-	-	-	-	-
Largo plazo	496	208	51	0	-58,1	-75,3	-
<b>Total AA.PP.</b>	<b>60.139</b>	<b>124.475</b>	<b>248.016</b>	<b>241.718</b>	<b>107,0</b>	<b>99,2</b>	<b>-2,5</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		
	2007	2008	2009	2010	08/07	09/08	10/09
<b>Estado</b>	<b>-4.716</b>	<b>50.208</b>	<b>119.397</b>	<b>63.228</b>	<b>-</b>	<b>137,8</b>	<b>-47,0</b>
Corto plazo	1.144	19.630	33.439	4.244	1.616,6	70,3	-87,3
Largo plazo	-5.860	30.578	85.958	58.985	-	181,1	-31,4
<b>Comunidades Autónomas</b>	<b>223</b>	<b>1.386</b>	<b>8.496</b>	<b>13.347</b>	<b>520,8</b>	<b>512,9</b>	<b>57,1</b>
Corto plazo	283	430	-168	-914	51,8	-	-444,16
Largo plazo	-60	956	8.664	14.262	-	805,8	64,6
<b>Corporaciones locales</b>	<b>131</b>	<b>-14</b>	<b>-139</b>	<b>-114</b>	<b>-</b>	<b>-878,3</b>	<b>18,1</b>
Corto plazo	0	0	0	0	-	-	-
Largo plazo	131	-14	-139	-114	-	-878,3	18,1
<b>Total AA.PP.</b>	<b>-4.362</b>	<b>51.580</b>	<b>127.753</b>	<b>76.461</b>	<b>-</b>	<b>147,7</b>	<b>-40,1</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**

1.13

Importes nominales en millones de euros

	Importe						% de variación anual	
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	09/08	10/09
<b>Letras</b>	<b>484.161</b>	<b>480.711</b>	<b>339.956</b>	<b>534.919</b>	<b>862.448</b>	<b>1.353.969</b>	<b>61,2</b>	<b>57,0</b>
A vencimiento	82.515	64.164	35.894	63.959	83.501	88.029	30,6	5,4
Contado	82.389	63.694	35.868	63.915	81.441	87.984	27,4	8,0
Plazo	126	470	27	44	2.060	45	4.571,2	-97,8
Pacto de recompra	411	0	0	0	0	0	-	-
Simultáneas	401.234	416.547	304.062	470.959	778.947	1.265.940	65,4	62,5
<b>Bonos y Obligaciones</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>6.917.190</b>	<b>0,9</b>	<b>6,1</b>
A vencimiento	491.550	447.211	418.761	362.239	557.039	883.437	53,8	58,6
Contado	481.854	444.083	417.749	359.638	551.874	875.290	53,5	58,6
Plazo	9.696	3.128	1.012	2.602	5.165	8.146	98,5	57,7
Pacto de recompra	69.327	96	0	0	0	0	-	-
Simultáneas	6.699.650	6.615.129	6.723.337	6.097.598	5.962.688	6.033.754	-2,2	1,2
<b>Total</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>8.271.159</b>	<b>5,5</b>	<b>12,0</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**

1.14

Importes nominales en millones de euros

	Importe						% de variación anual	
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	09/08	10/09
<b>Letras</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>1.956.284</b>	<b>32,1</b>	<b>-12,3</b>
A vencimiento	33.963	29.168	22.030	51.352	119.088	340.990	131,9	186,3
Contado	33.698	29.137	21.496	50.695	116.061	331.862	128,9	185,9
Plazo	265	31	534	657	3.027	9.128	360,8	201,6
Pacto de recompra	1.709.341	1.185.339	1.230.166	1.635.437	2.107.507	1.594.756	28,9	-24,3
Simultáneas	2.905	334	2.404	570	2.800	20.538	391,3	633,4
<b>Bonos y Obligaciones</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>8.145.580</b>	<b>-20,9</b>	<b>-8,6</b>
A vencimiento	2.040.064	2.690.033	2.994.352	1.989.753	1.860.227	3.465.536	-6,5	86,3
Contado	1.740.267	2.366.230	2.702.273	1.727.881	1.720.908	3.335.695	-0,4	93,8
Plazo	299.797	323.803	292.079	261.872	139.320	129.841	-46,8	-6,8
Pacto de recompra	9.631.174	9.850.322	9.741.672	8.474.523	6.537.836	4.181.103	-22,9	-36,0
Simultáneas	1.057.808	1.317.014	1.191.650	798.104	512.825	498.941	-35,7	-2,7
<b>Total</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>10.101.864</b>	<b>-14,0</b>	<b>-9,3</b>

Fuente: Banco de España y elaboración propia.



## Número de emisores y emisiones registradas en la CNMV: detalle por instrumentos

1.15

Anexos  
Anexos estadísticos I

	Número de emisores <sup>1</sup>		Número de emisiones	
	2009	2010	2009	2010
<b>A largo plazo</b>	<b>142</b>	<b>85</b>	<b>439</b>	<b>290</b>
Bonos y obligaciones no convertibles	50	39	244	154
de las cuales, deuda subordinada	19	5	23	8
Bonos y obligaciones convertibles	3	2	6	3
Cédulas hipotecarias	27	25	75	88
Cédulas territoriales	1	6	1	9
Bonos de titulización	68	36	76	36
de activos (BTA)	66	36	74	36
hipotecarios (BTH)	2	0	2	0
Participaciones preferentes	23	0	37	0
Otras emisiones	0	0	0	0
<b>A corto plazo<sup>2</sup></b>	<b>69</b>	<b>58</b>	<b>73</b>	<b>59</b>
Pagarés de empresa	69	58	73	59
de los cuales, de titulización de activos	2	2	2	2
<b>Total</b>	<b>168</b>	<b>115</b>	<b>512</b>	<b>349</b>

Fuente: CNMV. (1) En el caso de los emisores no son cifras excluyentes, un solo emisor ha podido emitir en más de un tipo de instrumento. (2) Programas registrados.

## Principales emisores<sup>1</sup> de renta fija registrados en la CNMV en 2010

1.16

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 Pensiones de Barcelona	20.595	12.000	8.595
ICO Mediación II AyT, Fondo de Titulización de Activos	14.865	0	14.865
Banco Popular Español, S.A.	14.438	9.900	4.538
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	13.832	4.000	9.832
Bankinter, S.A.	10.656	7.000	3.656
BBVA Banco de Financiación, S.A.	10.000	10.000	0
Santander Consumer Finance, S.A.	10.000	10.000	0
Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja	9.772	6.000	3.772
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	9.055	0	9.055
Banco de Sabadell, S.A.	8.950	5.000	3.950
Banesto Banco de Emisiones, S.A.	6.500	6.500	0
Foncaixa Hipotecario 11, Fondo de Titulización de Activos	6.500	0	6.500
Fondo de Titulización de Activos, Santander 2	6.000	6.000	0
Bankinter Sociedad de Financiación, S.A.	5.000	5.000	0
Banco Pastor, S.A.	4.940	3.000	1.940
Cédulas TDA 19, Fondo de Titulización de Activos	4.500	0	4.500
Cédulas TDA 20, Fondo de Titulización de Activos	4.100	0	4.100
Banca Cívica, S.A.	4.000	4.000	0
AyT Goya Hipotecario III, Fondo de Titulización de Activos	4.000	0	4.000

Fuente: CNMV. (1) Emisores que durante 2010 registraron emisiones por importe superior a los cuatro mil millones de euros. (2) Programas registrados.

**Principales emisores<sup>1</sup> de renta fija registrados en la CNMV en 2010. 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	6.533
	Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	4.328
Cédulas hipotecarias	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	6.800
	Banco Popular Español, S.A.	4.538
	Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	3.267
	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	2.724
	Banco de Sabadell, S.A.	2.650
	Bankinter, S.A.	2.350
	Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja	2.350
	Banco Santander, S.A.	2.100
	Banco Pastor, S.A.	1.840
	Cédulas territoriales	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.
Dexia Sabadell, S.A.		1.700
Programa de pagarés <sup>3</sup>	Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	12.000
	BBVA Banco de Financiación, S.A.	10.000
	Santander Consumer Finance, S.A.	10.000
	Banco Popular Español, S.A.	9.900
	Bankinter, S.A.	7.000
	Banesto Banco de Emisiones, S.A.	6.500
	Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja	6.000
	Banco de Sabadell, S.A.	5.000
	Bankinter Sociedad de Financiación, S.A.	5.000
	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	4.000
	Banca Cívica, S.A.	4.000
	Banco Pastor, S.A.	3.000
	BBK Empréstitos, S.A.U.	3.000
	Iberdrola Financiación, S.A.	3.000
	Caixa d'Estalvis de Catalunya, Tarragona i Manresa	3.000
	Caja de Ahorros de Murcia	2.500
	Caja de Ahorros de Salamanca y Soria	2.250
	Caixa d'Estalvis de Catalunya	2.100
	Endesa Capital, S.A.	2.000
	Caixa de Aforros de Vigo, Ourense e Pontevedra, Caixanova	2.000
Monte de Piedad y Caja de Ahorros de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga, Antequera y Jaén, Unicaja	2.000	
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Gipúzcoa y San Sebastián, Kutxa	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 2010, 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: mayores<sup>1</sup> saldos vivos a 31 de diciembre de 2010**

1.18

Anexos  
Anexos estadísticos I

Importes en millones de euros

Emisor	Importe	% sobre el total	% acumulado
Banesto Banco de Emisiones, S.A.	4.789	19,3	19,3
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	3.014	12,2	31,5
Fondo de Titulización de Activos Santander 2	2.680	10,8	42,3
Bankinter Sociedad de Financiación, S.A.	2.200	8,9	51,2
Santander Consumer Finance, S.A.	1.769	7,1	58,4
Banco Sabadell, S.A.	1.237	5,0	63,3
Banco Popular Español, S.A.	996	4,0	67,4
Banco Pastor, S.A.	928	3,7	71,1
Bankinter, S.A.	732	3,0	74,1
BBK Empréstitos, S.A.U.	657	2,7	76,7
Banco Guipuzcoano, S.A.	539	2,2	78,9
Caixa d'Estalvis de Catalunya, Tarragona i Manresa	507	2,0	81,0

Fuente: CNMV. (1) Emisores con saldo vivo superior a 500 millones de euros.

**Principales emisores<sup>1</sup> de bonos de titulización en 2010**

1.19

Importes en millones de euros

Emisor	Importe	Activos titulizados
ICO Mediación II	14.865	Otros
Foncaixa Hipotecario 11	6.500	Préstamos hipotecarios
Cédulas TDA 19	4.500	Cédulas hipotecarias
Cédulas TDA 20	4.100	Cédulas hipotecarias
AYT Goya Hipotecario III	4.000	Préstamos hipotecarios
Cédulas TDA 21	3.450	Cédulas hipotecarias
Foncaixa Empresas 2	1.850	Préstamos empresas
Cédulas TDA 18	1.770	Cédulas hipotecarias
BBVA Empresas 4	1.700	Préstamos empresas
Bankinter 20	1.650	Préstamos hipotecarios
Empresas Banesto 5	1.600	Préstamos empresas
IM Cédulas 15	1.600	Cédulas hipotecarias

Fuente: CNMV. (1) Emisores con emisiones registradas en la CNMV superiores a 1.500 millones de euros en 2010.

## Emisiones de titulización, por naturaleza del activo titulado

I.20

Importes nominales en millones de euros

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Mediante FTH</b>	<b>6.850</b>	<b>4.300</b>	<b>4.740</b>	<b>800</b>	<b>817</b>	<b>0</b>
<b>Mediante FTA</b>	<b>62.194</b>	<b>87.308</b>	<b>136.887</b>	<b>134.453</b>	<b>80.835</b>	<b>63.262</b>
<b>FTA hipotecarios</b>	<b>47.325</b>	<b>60.333</b>	<b>84.205</b>	<b>98.015</b>	<b>39.784</b>	<b>36.035</b>
Préstamos hipotecarios	22.314	34.663	57.550	63.615	24.706	18.425
Cédulas hipotecarias	24.280	25.670	26.655	34.400	15.078	17.610
Préstamos a promotores	730	0	0	0	0	0
<b>FTA empresas</b>	<b>10.027</b>	<b>18.331</b>	<b>32.730</b>	<b>27.279</b>	<b>31.886</b>	<b>10.298</b>
Pymes <sup>1</sup>	1.250	2.979	2.485	1.350	1.010	990
FTPYME <sup>1</sup>	2.944	7.956	6.474	7.276	0	3.210
FTGENCAT <sup>1</sup>	2.177	1.860	2.020	3.391	1.356	0
Préstamos a empresas <sup>2</sup>	3.100	5.536	19.250	10.500	25.762	5.350
Préstamos corporativos <sup>3</sup>	556	0	0	1.682	2.158	748
Arrendamiento financiero	0	0	2.500	3.080	1.600	0
<b>FTA otros</b>	<b>4.843</b>	<b>8.643</b>	<b>19.953</b>	<b>9.159</b>	<b>9.165</b>	<b>16.929</b>
Deuda subordinada	0	298	0	0	0	0
Bonos tesorería	1.180	1.450	0	765	2.559	0
Créditos AA.PP.	0	0	0	0	0	0
Cédulas territoriales	665	0	0	450	965	0
Préstamos consumo	0	5.527	3.592	6.459	3.725	1.375
Préstamos auto	1.000	1.360	2.840	1.485	1.916	689
Cuentas a cobrar	0	0	0	0	0	0
Derechos de créditos futuros	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	1.598	0	0	0	0	0
Otros créditos <sup>4</sup>	400	8	13.521	0	0	14.865
<b>Total bonos de titulización</b>	<b>69.044</b>	<b>91.608</b>	<b>141.627</b>	<b>135.253</b>	<b>81.651</b>	<b>63.262</b>
<b>Total pagarés de titulización emitidos</b>	<b>2.767</b>	<b>1.993</b>	<b>465</b>	<b>2.843</b>	<b>4.758</b>	<b>5.057</b>
<b>Total bonos más pagarés</b>	<b>71.811</b>	<b>93.600</b>	<b>142.092</b>	<b>138.096</b>	<b>86.410</b>	<b>68.319</b>
<b>Pro memoria</b>						
Subtotal hipotecario	54.175	64.633	88.945	98.815	40.601	36.035

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) Emisiones brutas de los FTA con programas de emisión de pagarés de titulización.

## Contratación en AIAF por cuenta propia

I.21

Importes nominales en millones de euros

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	% var. 10/09
Pagarés	28.474	41.916	41.243	84.841	129.828	98.683	-24,0
Bonos y obligaciones	249.375	155.960	231.942	1.606.100	3.635.802	3.519.895	-3,2
de los cuales, bonos de titulización	219.722	130.624	205.044	1.570.686	3.426.089	2.702.632	-21,1
Cédulas hipotecarias	5.651	7.071	14.572	84.033	210.273	205.835	-2,1
Cédulas territoriales	111	23	1.050	1.413	767	4.809	527,2
Bonos matador	2.363	2.915	1.363	0	16	0	-100,0
<b>Total</b>	<b>285.975</b>	<b>207.885</b>	<b>290.169</b>	<b>1.776.388</b>	<b>3.976.687</b>	<b>3.829.222</b>	<b>-3,7</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<sup>1</sup>

II.1

Importes en millones de euros

Categoría	Nº fondos		Nº partícipes		Importe		Variación total (%)		Variación patrimonial debida a las suscripciones y los rendimientos netos <sup>2</sup>		Pro memoria:		
	2010	Var. s/dic-09	2010	Var. s/dic-09	2010	s/dic-09	Importe	s/dic-09	Importe	Suscrip. netas	Rdtos. netos	Distribución suscrip. netas	FI (%)
Renta fija <sup>3</sup>	537	-45	1.622.664	-418.823	56.615	-33,1	56.615	-33,1	-27.085	-27.150	64	-105,5	
Renta fija mixta <sup>4</sup>	160	-9	270.341	-19.810	7.319	-15,8	7.319	-15,8	-1.471	-1.417	-54	-5,5	
Renta variable mixta <sup>5</sup>	138	-27	171.336	-11.206	3.471	-10,6	3.471	-10,6	-146	-90	-56	-0,3	
Renta variable euro <sup>6</sup>	172	-10	266.395	-32.958	5.357	-15,3	5.357	-15,3	-952	-697	-255	-2,7	
Renta variable internacional <sup>7</sup>	232	-10	501.138	43.041	8.037	36,2	8.037	36,2	2.029	1.152	877	4,5	
Garantizado renta fija	276	43	790.081	219.118	26.180	24,5	26.180	24,5	4.548	4.716	-168	18,3	
Garantizado renta variable <sup>8</sup>	499	-62	1.065.426	-122.878	22.047	-14,1	22.047	-14,1	-2.894	-2.500	-394	-9,7	
Fondos globales	192	5	105.720	17.383	4.440	14,6	4.440	14,6	447	324	124	1,3	
De gestión pasiva <sup>9</sup>	61	-8	90.343	4.940	2.105	-34,6	2.105	-34,6	-900	-790	-110	-3,1	
Retorno absoluto <sup>9</sup>	141	-5	277.445	6.679	8.348	14,3	8.348	14,3	979	872	107	3,4	
<b>Total FI</b>	<b>2.408</b>	<b>-128</b>	<b>5.160.889</b>	<b>-314.514</b>	<b>143.918</b>	<b>-15,6</b>	<b>143.918</b>	<b>-15,6</b>	<b>-25.479</b>	<b>-25.615</b>	<b>136</b>	<b>-99,5</b>	
FICIL	31	-6	4286	-918	501	-20,5	501	-20,5	-79	-87	8	-0,3	
Fondos de inversión libre	31	3	1.831	-59	629	-2,7	629	-2,7	-16	-42	26	-0,2	
<b>Total fondos (Total FI+FICIL+FIL)</b>	<b>2.470</b>	<b>-131</b>	<b>5.167.006</b>	<b>-315.491</b>	<b>145.048</b>	<b>-15,6</b>	<b>145.048</b>	<b>-15,6</b>	<b>-25.575</b>	<b>-25.744</b>	<b>169</b>	<b>-100,0</b>	
Fondos inmobiliarios	7	-1	75.280	-8.303	6.116	-5,4	6.116	-5,4	-342	-35	-307	-	
IIC extranjeras <sup>10</sup>	660	78	865.767	180.673	36.693	45,6	36.693	45,6	-	-	-	-	

Fuente: CNMV. (1) Fondos que han remitido estados reservados (no incluye por tanto fondos en proceso de disolución o liquidación). (2) Para cada categoría, la variación patrimonial se debe a las suscripciones netas de reembolsos, a los rendimientos netos del patrimonio y al saldo neto patrimonial producido por los cambios en la vocación inversora. (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 nacional y Renta variable euro. Desde 2T09 incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional. (6) Hasta 1T09 incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional. (7) Hasta 1T09 incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional. (8) Hasta 1T09 incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional. (9) Nuevas categorías desde 2T09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales. (10) En las magnitudes referidas a las IIC extranjeras están incluidos sociedades y fondos. El dato de patrimonio para las IIC extranjeras 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

%

	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Renta variable cotizada<sup>1</sup></b>	<b>4,1</b>	<b>3,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>
<b>Renta fija privada</b>	<b>8,8</b>	<b>8,1</b>	<b>4,8</b>	<b>4,1</b>	<b>3,4</b>
Corto plazo	40,2	38,1	28,4	31,3	16,0
Largo plazo	4,5	3,6	2,5	2,8	3,0
<b>Renta fija pública</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	<b>4,4</b>
Corto plazo <sup>2</sup>	9,0	6,6	14,5	7,8	7,5
Largo plazo	3,3	2,9	1,9	3,1	3,8

Fuente: CNMV y Banco de España. (1) Cartera a valor de realización sobre la capitalización de los valores nacionales en el mercado continuo, corros y MAB. (2) 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>		
	2008	2009 <sup>2</sup>	2010	2008	2009 <sup>2</sup>	2010
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>0,87</b>	<b>0,87</b>	<b>0,91</b>	<b>0,08</b>	<b>0,09</b>	<b>0,09</b>
Renta fija	0,58	0,63	0,65	0,08	0,08	0,08
Renta fija mixta	1,14	1,14	1,20	0,09	0,09	0,10
Renta variable mixta	1,54	1,58	1,65	0,11	0,10	0,12
Renta variable euro	1,60	1,75	1,78	0,10	0,10	0,11
Renta variable internacional	1,69	1,79	1,84	0,12	0,12	0,12
Garantizado renta fija	0,49	0,65	0,62	0,07	0,08	0,07
Garantizado renta variable	1,29	1,26	1,24	0,11	0,11	0,10
Fondos globales	1,04	1,08	1,06	0,09	0,08	0,09
De gestión pasiva	-	-	0,72	-	-	0,07
Retorno absoluto	-	-	1,06	-	-	0,08
<b>FIICIL</b>	<b>1,63</b>	<b>1,34</b>	<b>1,37</b>	<b>0,11</b>	<b>0,10</b>	<b>0,13</b>
<b>Fondos de inversión libre<sup>3</sup></b>	<b>2,50</b>	<b>2,45</b>	<b>2,13</b>	<b>0,16</b>	<b>0,10</b>	<b>0,13</b>

Fuente: CNMV. (1) En los fondos de inversión libre, comisiones de financiación. (2) No se incluyen las comisiones de los fondos globales y de los fondos de gestión pasiva, ya que estas vocaciones se introdujeron 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. (3) Porcentaje sobre el patrimonio medio mensual.

## Evolución de las rentabilidades y las suscripciones netas de los fondos de inversión<sup>1</sup>

II.4

Rentabilidad en % y suscripciones netas en millones de euros

	2006		2007		2008		2009		2010	
	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas
Renta fija <sup>2</sup>	2,0	-9.423	2,7	-5.852	2,1	-22.333	1,9	-7.479	0,1	-27.150
Renta fija mixta <sup>3</sup>	4,2	1.539	2,0	-1.942	-7,1	-6.222	6,9	2.543	-0,5	-1.417
Renta variable mixta <sup>4</sup>	10,3	-855	2,8	-1.277	-22,2	-3.325	16,5	-461	-1,0	-90
Renta variable euro <sup>5</sup>	27,3	-4.058	6,1	-5.071	-39,8	-5.759	32,4	-274	-2,9	-697
Renta variable internacional <sup>6</sup>	13,2	2.972	1,3	-586	-41,7	-5.348	37,3	764	14,2	1.152
Garantizado renta fija	0,8	1.019	2,8	2.715	3,3	2.438	3,8	-3.249	-0,7	4.716
Garantizado renta variable <sup>7</sup>	4,7	-3.021	2,5	-3.605	-2,6	-11.672	3,6	-5.402	-1,8	-2.500
Fondos globales	4,0	7.302	1,6	-6.259	-8,6	-15.181	10,9	206	3,2	324
De gestión pasiva <sup>8</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-173	-2,4	-790
Retorno absoluto <sup>8</sup>	-	-	-	-	-	-	-	822	1,5	872
<b>Total FI</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>	<b>0,4</b>	<b>-25.615</b>
FIICIL	-	1	-1,0	1.006	-15,4	351	7,4	-401	1,5	-87
Fondos de inversión libre	-	-	2,2	378	-5,4	131	15,1	46	5,8	-42
<b>Total fondos</b>										
<b>(Total FI+FIICIL+FIL)</b>	<b>5,6</b>	<b>-4.525</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>0,4</b>	<b>-25.744</b>
<b>FIAMM</b>	<b>1,2</b>	<b>-3.878</b>	<b>2,1</b>	<b>-54.629</b>	-	-	-	-	-	-
<b>Fondos Inmobiliarios</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>-4,7</b>	<b>-35</b>
<b>Pro memoria: importe comercializado por las entidades españolas y las extranjeras residentes</b>										
IIC extranjeras	-	11.770	-	6.435	-	-10.016	-	3.291	-	9.082

Fuente: CNMV. (1) Fondos que han remitido estados reservados (no incluye por tanto fondos en proceso de disolución o liquidación). (2) Hasta 1T09 incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, Renta fija internacional y monetarios. Desde 2T09 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios. (3) Hasta 1T09 incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional. (4) Hasta 1T09 incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional. (5) Hasta 1T09 incluye: Renta variable nacional y Renta variable euro. Desde 2T09 incluye Renta variable euro (que ya incluye RVN). (6) Hasta 1T09 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EE.UU., RVI emergentes y RVI otros. Desde 2T09: RVI. (7) Hasta 1T09: GRV. Desde 2T09: GRV y Garantía parcial. (8) Nuevas categorías desde 2T09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.

<b>IIC extranjeras comercializadas en España</b>			
	2009	2010	Var. (%)
<b>Número de instituciones</b>	<b>582</b>	<b>660</b>	<b>13,4</b>
<b>Número de inversores</b>	<b>685.094</b>	<b>865.767</b>	<b>26,4</b>
<b>Volumen de inversión (millones de euros)</b>	<b>25.207,2</b>	<b>36.692,9</b>	<b>45,6</b>
<b>Distribución por país de origen</b>			
Alemania	17	20	17,6
Austria	27	27	0,0
Bélgica	5	5	0,0
Francia	178	225	26,4
Holanda	1	1	0,0
Irlanda	64	75	17,2
Luxemburgo	275	290	5,5
Malta	1	1	0,0
Reino Unido	14	16	14,3

Fuente: CNMV.

#### **Sociedades gestoras de IIC (SGIIC): altas y bajas en 2010**

<b>Sociedad gestora de IIC</b>	<b>Grupo de control</b>
<b>Altas</b>	
Acacia Inversión, SGIIC, S.A.	Acacia Inversión
Merrill Lynch Gestión, SGIIC, S.A.	Merrill Lynch
Fineco Patrimonios, SGIIC, S.A.	Fineco
Lombard Odier Darier Hentsch Gestión (España), SGIIC, S.A.	Lombard Odier Darier Hentsch & Cie (España), SV, S.A.
Nmas1 Asset Management, SGIIC, S.A.	Nmas1
AMISTRA, SGIIC, S.A.	Amistra
<b>Bajas</b>	
Adepa, SGIIC, S.A.	Adepa
Fortis Gesbeta, SGIIC, S.A.	Banque Nationale De Paris, S.A.
Próxima Alfa Investments, SGIIC, S.A.	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.

Fuente: CNMV.



**ESI extranjeras con pasaporte comunitario: Estado Miembro de origen<sup>1</sup>**

II.7

Anexos  
Anexos estadísticos II

	2009	2010
<b>Número de ESI extranjeras operantes en España</b>		
Libre prestación de servicios	1.904	2.135
Sucursales	36	41
<b>Distribución según el Estado de origen</b>		
<b>Libre prestación de servicios</b>		
Alemania	35	41
Austria	25	25
Bélgica	9	9
Bulgaria	1	2
Chipre	15	29
Dinamarca	11	14
Eslovenia	1	1
Estonia	1	1
Finlandia	4	5
Francia	45	44
Gibraltar	1	1
Grecia	8	8
Holanda	62	70
Hungría	2	2
Irlanda	46	50
Italia	5	6
Liechtenstein	3	5
Luxemburgo	16	17
Malta	2	5
Noruega	24	25
Portugal	8	8
Reino Unido	1.570	1.757
República Checa	0	1
Rumanía	1	0
Suecia	9	9
<b>Sucursales</b>		
Alemania	1	2
Bulgaria	0	1
Francia	3	4
Holanda	1	2
Luxemburgo	2	2
Polonia	1	1
Portugal	2	1
Reino Unido	26	28

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

II.8

Entidad	Grupo de control
<b>Sociedades y agencias de valores</b>	
<b>Altas</b>	
Activotrade Valores, AV, S.A.	Independiente
Sextante Partners, AV, S.A.	Independiente
Market For Treasury Securities Spain, AV, S.A.	Società per il Mercato dei Titoli di Stato, SPA
Key Capital Partners, AV, S.A.	Independiente
Arcano Valores, AV, S.A.	Independiente
Solventis, AV, S.A.	Independiente
Corretaje e Información Monetaria y de Divisas, SV, S.A.	Diversas entidades financieras nacionales
Gefonsa, SV, S.A.	Banco Caminos, S.A.
<b>Bajas</b>	
General de Valores y Cambios, SV, S.A.	Independiente
Crédit Agricole Asset Management, AV	Amundi, S.A. (antes Crédit Agricole Asset Management, S.A.)
Tactical Global Advisory, AV, S.A.	Caja de Ahorros de Castilla la Mancha
Market For Treasury Securities Spain, AV, S.A.	Società per il Mercato dei Titoli di Stato, SPA
Sarasín Alén, AV, S.A.	Rabobank, NV
Harcourt Investments, AV, S.A.	Vontobel Holding, AG
Sebroker Bolsa, AV	Independiente
Ibersecurities, SV, S.A.	Banco Sabadell, S.A.
Sextante Partners, AV, S.A.	Independiente
Iberian Equities, AV, S.A.	Independiente
Acacia Inversión, AV	Independiente
Corretaje e Información Monetaria y de Divisas, AV, S.A.	Diversas entidades financieras nacionales
Gefonsa, AV, S.A.	Banco Caminos, S.A.
<b>Sociedades gestoras de cartera</b>	
<b>Bajas</b>	
Amistra, SGC, S.A.	Independiente
Solventis Gestión, SGC, S.A.	Independiente
Kutxa Gestión Privada, SGC	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Guipúzcoa y San Sebastián
<b>Empresas de asesoramiento financiero</b>	
<b>Altas</b>	
Summa Patrimonia, EAFI, S.L.	Independiente
John Siska Goytre, EAFI	Independiente (persona física)
Lorenzo Dávila Cano, EAFI	Independiente (persona física)
Afs Finance Advisors, EAFI, S.L.	Independiente
Ábaco Capital Investment, EAFI, S.L.	Independiente
Essenzo, EAFI, S.L.	Independiente
José Carlos López Moraleja, EAFI	Independiente (persona física)
Ángel Ochoa Crespo, EAFI	Independiente (persona física)
Alitan Inversiones, EAFI, S.L.	Independiente
Profim, Asesores Patrimoniales, EAFI, S.L.	Independiente
David Gasso Puchal, EAFI	Independiente (persona física)

**Altas y bajas de sociedades y agencias de valores, sociedades gestoras de cartera, empresas de asesoramiento financiero y ESI extranjeras con sucursal (continuación)**

II.8

Anexos  
Anexos estadísticos II

Entidad	Grupo de control
Arcano Investment Advisors, EAFI, S.A.	Independiente
Finanze Fénix Planificadores Financieros, EAFI, S.A.	Independiente
Pedro Alonso Sosa, EAFI	Independiente (persona física)
Santiago Arribas González, EAFI	Independiente (persona física)
Antonio Bernabeu Bernabeu, EAFI	Independiente (persona física)
Expert Timing Systems International, EAFI, S.A.	Independiente
Eurocapital Wealth Management, EAFI, S.L.U.	Independiente
Amorós Arbaiza Inversores, EAFI, S.L.	Independiente
Capital Value Inversiones Globales, EAFI, S.L.	Independiente
Alterarea EAFI, S.L.	Independiente
Esferalia Capital, EAFI, S.L.	Independiente
M&M Capital Markets, EAFI, S.L.	Independiente
Ética Patrimonios, EAFI, S.L.	Independiente
Neo Inversiones Financieras, EAFI, S.L.	Independiente
Familia y Negocio Consultores EAFI, S.L.	Independiente
Frederick E. Artesani	Independiente (persona física)
Juan Manuel Vicente Casadevall	Independiente (persona física)
Extravalor, EAFI, S.L.	Independiente
Cetrix Estrategias Adaptadas, EAFI, S.L.	Independiente
Aspain 11 Asesores Financieros, EAFI, S.L.	Independiente
Gcapital Wealth Management, EAFI	Independiente
Gesem Asesoramiento Financiero, EAFI, S.L.	Independiente
Portocolom Asesores, EAFI, S.L.	Independiente
Sport Global Consulting Investment, EAFI, S.L.	Independiente
Miramar Capital Asesores, EAFI, S.L.	Independiente
<b>ESI extranjeras con sucursal</b>	
<b>Altas</b>	
Deltastock AD, Sucursal en España	Deltastock AD
Evolution Securities Limited, Sucursal en España	Evolution Group PLC
Exane S.A. París, Sucursal en España	Exane Group
FPP Asset Management, LLP, Sucursal en España	FPP Asset Management LLP
Hanseatic Brokerhouse Financial Services GMBH, Sucursal en España	Hanseatic Brokerhouse
ING Asset Management B.V., Sucursal en España	ING Group
International Asset Management Limited, Sucursal en España	International Asset Management Limited (IAM)
Rubicon Fund Management LLP, Sucursal en España	Rubicon Fund Management LLP
Tudor Capital Europe LLP, Sucursal en España	Tudor Capital Europe
<b>Bajas</b>	
Lehman Brothers International (Europe), Sucursal en España	Lehman Brothers International Europe
Adm Investor Services International Limited, Sucursal en España	Archer Daniels Midland
Fairfield Greenwich (UK) Limited, Sucursal en España	Fairfield Greenwich Group
Orey Valores Sociedade Corretora, S.A., Sucursal en España	Orey Valores Sociedade Corretora

Fuente: CNMV.

## Cambios de control en sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de cartera. 2010

II.9

Entidad	Adquiriente
<b>Tomas de control por entidades financieras españolas</b>	
Grupo Nordkapp	Banco de Valencia
Capital at Work	Independiente
Nmas1	Grupo Nmas1, Grupo Syz&Co. y 3 Axis
Venture Finanzas	Grupo Mirabaud
Able & Baker	Independiente
Finanduro	Caja España de Inversiones, Salamanca y Soria, Caja de Ahorros y Monte de Piedad
<b>Tomas de control por entidades financieras extranjeras</b>	
SGAM Iberia	Crédit Agricole, S.A.

Fuente: CNMV.

## ESI españolas con pasaporte comunitario. Estado Miembro de acogida<sup>1</sup>

II.10

	2009	2010
<b>Número de ESI con actuación transfronteriza</b>		
Libre prestación de servicios	36	37
Sucursales	3	3
<b>Distribución por países de la actuación transfronteriza de las ESI españolas<sup>2</sup></b>		
<b>Libre prestación de servicios</b>		
Alemania	18	22
Austria	6	8
Bélgica	13	15
Bulgaria	0	2
Chipre	0	1
Dinamarca	5	8
Eslovenia	0	1
Estonia	0	1
Finlandia	5	7
Francia	16	20
Grecia	7	9
Holanda	13	16
Hungría	0	2
Irlanda	9	12
Islandia	3	3
Italia	14	16
Letonia	0	1
Liechtenstein	1	1
Lituania	0	1
Luxemburgo	12	15
Malta	1	3
Noruega	3	3
Polonia	0	2
Portugal	21	24
Reino Unido	16	22
República Checa	0	2
República Eslovaca	0	2
Rumanía	0	2
Suecia	6	9
<b>Sucursales</b>		
Italia	1	1
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.

**Entidades de crédito extranjeras autorizadas para prestar servicios de inversión en España a 31 de diciembre de 2010. Estado Miembro de origen**

II.11

Anexos  
Anexos estadísticos II

	2009	2010
<b>Número de EC extranjeras que prestan servicios de inversión en España</b>		
<b>EC comunitarias</b>		
Libre prestación de servicios	359	364
Filiales de EC comunitarias en régimen de libre prestación de servicios	1	1
Sucursales	53	53
<b>EC extracomunitarias</b>		
Libre prestación de servicios	1	2
Sucursales	8	8
<b>Distribución según el Estado de origen</b>		
<b>Libre prestación de servicios</b>		
<b>EC comunitarias</b>		
Alemania	39	41
Austria	29	30
Bélgica	8	9
Chipre	3	2
Dinamarca	9	9
Finlandia	6	6
Francia	47	47
Grecia	1	1
Holanda	26	26
Hungría	4	5
Irlanda	29	30
Islandia	1	1
Italia	8	8
Liechtenstein	3	3
Luxemburgo	48	47
Malta	5	6
Noruega	3	3
Portugal	11	10
Reino Unido	74	75
Suecia	5	5
<b>EC extracomunitarias</b>		
Suiza	1	2
<b>Filiales de EC comunitarias en régimen de libre prestación de servicios</b>		
Irlanda	1	1
<b>Sucursales</b>		
<b>EC comunitarias</b>		
Alemania	5	6
Bélgica	3	3
Dinamarca	1	1
Francia	12	11
Holanda	5	4
Irlanda	3	3
Islandia	0	0
Italia	2	2
Luxemburgo	4	5
Portugal	8	8
Reino Unido	9	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 <sup>2</sup>	-
Acciona	-	-	-	-	1
Acerinox	3	1	3	-	-
ACS	1	2	3	-	-
Arcelor Mittal	-	1	-	-	-
BBVA	2	1	-	-	-
Banco Sabadell	-	4	-	-	-
Banesto	-	-	-	-	1
Banco Popular	1	4	1	-	-
Banco Santander	2	-	-	-	-
Bankinter	-	1	2	-	-
BME	1	3	-	-	-
Criteria	-	-	-	-	1
Ebro Foods	-	4	1	-	-
Enagás	3	6	-	-	-
Endesa	-	-	-	-	1
Ferrovial	2	-	-	1	-
FCC	1	-	-	-	1
Gamesa	1	-	1	-	-
Gas Natural	-	-	-	-	1 <sup>3</sup>
Gestevisión Telecinco	1	1	-	1	-
Grifols	-	4	1	-	-
Iberdrola Renovables	-	-	-	-	1
Iberdrola	-	2	1	-	-
Iberia <sup>4</sup>	2	1	2	-	-
Indra	-	3	3	-	-
Inditex	-	1	-	-	1
Mapfre	-	-	1	-	1
OHL	1	-	-	-	1
Red Eléctrica Corporación	4	-	1	-	-
Repsol YPF	1	-	2	-	-
Sacyr Vallehermoso	2	2	4 <sup>5</sup>	-	-
Técnicas Reunidas	-	-	-	1	-
Telefónica	1	2	-	-	-
Total	29	44	26	5	11

Fuente: CNMV. (1) Composición del Ibex 35 al cierre del ejercicio. (2) Acción concertada entre Trebol Holdings, S.A.R.L. y ACS. (3) Acción concertada entre La Caixa y Repsol. (4) Iberia fue absorbida por IAG el 21/1/11. (5) Acción concertada entre Caixanova, Participaciones Agrupadas, S.A.R.L. y Unicaja.

## Referencia Resoluciones

<b>(1/10)</b>	<b>Orden Ministerial de 12 de febrero de 2010</b>
	Sanciona a una persona física con multas de 100 mil y 80 mil euros, respectivamente, por la comisión de las siguientes infracciones muy graves: una del artículo 99 r) de la LMV –inexactitudes en un folleto de opa– y otra del artículo 99 p) de la LMV –no comunicación de participaciones significativas.
<b>(2/10)</b>	<b>Orden Ministerial de 25 de febrero de 2010</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad y a dos personas físicas por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 o) de la LMV, en el caso de una de las personas físicas por transmitir información privilegiada, y en el caso de la sociedad y la otra persona física por la utilización de dicha información. Se sanciona a la sociedad con multa de 230 mil euros, y a las personas físicas con multas de 210 mil y 170 mil euros, respectivamente.
<b>(3/10)</b>	<b>Orden Ministerial de 10 de mayo de 2010</b>
	Resuelve, en lo relativo a la infracción muy grave del artículo 99 ñ) de la LMV por no haber comunicado a la CNMV información relevante, el expediente sancionador incoado a una sociedad emisora y a dos miembros de su Consejo de administración. Se sanciona con multa de 50 mil euros a la sociedad y de 20 mil euros a cada uno de los consejeros.
<b>(4/10)</b>	<b>Orden Ministerial de 26 de mayo de 2010</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a dos sociedades y cuatro personas físicas por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 r) de la LMV –presentación de una opa con irregularidades esenciales que impiden su autorización. Se les sanciona con multas por importe global de 500 mil euros a las sociedades y de 125 mil euros a cada persona física.
<b>(5/10)</b>	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 14 de junio de 2010</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una SGEGR por la presunta comisión de una infracción grave de la Ley de Entidades de Capital-Riesgo por no remitir a la CNMV estados financieros. Se le sanciona con multa de 2.500 euros.
<b>(6/10)</b>	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 14 de junio de 2010</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una SGEGR por la presunta comisión de una infracción grave de la Ley de Entidades de Capital-Riesgo por no remitir a la CNMV el informe de auditoría. Se le sanciona con multa de 1.500 euros.
<b>(7/10)</b>	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 14 de junio de 2010</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una ECR por la presunta comisión de una infracción grave de la Ley de Entidades de Capital-Riesgo por no remitir a la CNMV el informe de auditoría. Se concluye con la inexistencia de responsabilidad de la entidad.
<b>(8/10)</b>	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 14 de junio de 2010</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una ECR por la presunta comisión de una infracción grave de la Ley de Entidades de Capital-Riesgo por no remitir a la CNMV estados financieros. Se le sanciona con multa de 1.500 euros.
<b>(9/10)</b>	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 14 de junio de 2010</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una ECR por la presunta comisión de una infracción grave de la Ley de Entidades de Capital-Riesgo por no remitir a la CNMV estados financieros. Se le sanciona con multa de 1.500 euros.
<b>(10/10)</b>	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 7 de julio de 2010</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una ECR por la presunta comisión de una infracción grave de la Ley de Entidades de Capital-Riesgo por no remitir a la CNMV estados financieros. Se concluye con la existencia de una infracción leve y se le sanciona con multa de mil euros.
<b>(11/10)</b>	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 7 de julio de 2010</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una ECR por la presunta comisión de una infracción grave de la Ley de Entidades de Capital-Riesgo por no remitir a la CNMV estados financieros. Se le sanciona con multa de 1.500 euros.
<b>(12/10)</b>	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 7 de julio de 2010</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una ECR por la presunta comisión de una infracción grave de la Ley de Entidades de Capital-Riesgo por no remitir a la CNMV estados financieros e informe de auditoría. Se le sanciona con multa de 2.500 euros.
<b>(13/10)</b>	<b>Orden Ministerial de 26 de julio de 2010</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una entidad de crédito por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 u) de la LMV, por el incumplimiento del régimen de participaciones significativas en relación con la sociedad administradora de un mercado secundario oficial español. Se le sanciona con multa de 60 mil euros



## Referencia Resoluciones

(14/10)	<b>Orden Ministerial de 26 de agosto de 2010</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad emisora por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 m) de la LMV, por el retraso en la remisión a la CNMV del informe financiero anual. Se le sanciona con multa de 15 mil euros
(15/10)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 22 de septiembre de 2010</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una SICAV y a su Consejo de administración por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 81 a) de la LIIC, por el retraso en la remisión a la CNMV de sus cuentas anuales y del informe de auditoría. Se sanciona con multa de dos mil euros a la SICAV y a uno de sus administradores.
(16/10)	<b>Orden Ministerial de 11 de octubre de 2010</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 retraso en la remisión a la CNMV del informe financiero anual. Se sanciona con multa de 15 mil euros a la entidad y de seis mil euros a cada uno de sus consejeros.
(17/10)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 14 de octubre de 2010</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una ECR por la presunta comisión de una infracción leve de la Ley de Entidades de Capital-Riesgo por no remitir a la CNMV estados financieros. Se le sanciona con multa de mil euros.
(18/10)	<b>Orden Ministerial de 2 de noviembre de 2010</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una ESI y a su presidente y consejero delegado por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 e) bis de la LMV, por deficiencias en su organización administrativa y contable y en los procedimientos de control interno. Se sanciona con multa de 150 mil euros a la ESI, y con separación del cargo e inhabilitación por cinco años a su presidente.
(19/10)	<b>Orden Ministerial de 15 de noviembre de 2010</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 retraso en la remisión a la CNMV del informe financiero anual. Se sanciona con multa de 15 mil euros a la entidad y de tres mil euros a cada uno de sus consejeros.
(20/10)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 18 de noviembre de 2010</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una SICAV y a su Consejo de administración por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 81 a) de la LIIC, por el retraso en la remisión a la CNMV de sus cuentas anuales y del informe de auditoría. Se sanciona con multa de dos mil euros a la SICAV y a cada uno de sus consejeros.
(21/10)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 18 de noviembre de 2010</b>
	Resuelve, en lo relativo a la infracción grave del artículo 100 t) de la LMV por incumplimiento de normas de conducta, el expediente sancionador incoado a una ESI y a su presidente. Se sanciona con multa de 15 mil euros a la ESI y de 7.500 euros a su presidente.
(22/10)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 21 de diciembre de 2010</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a todos los miembros del Consejo de administración de una sociedad emisora por una infracción del artículo 89 de la LSA por asistencia financiera en la venta de autocartera. Se sanciona a ocho de los diez consejeros con multa de diez mil euros a cada uno.
(23/10)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 21 de diciembre de 2010</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una SICAV y a los miembros de su Consejo de administración por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 81 a) de la LIIC por la remisión con retraso a la CNMV de las cuentas anuales y del informe de auditoría. Se concluye con una infracción leve y se sanciona a la SICAV con multa de mil euros.
(24/10)	<b>Orden Ministerial de 27 de diciembre de 2010</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad y a una persona física por la presunta comisión de tres infracciones muy graves –dos de ellas la sociedad, y la tercera la persona física– del artículo 99 p) de la LMV por incumplimiento del régimen de comunicación de participaciones significativas. Se sanciona a la sociedad con multas de doce mil y seis mil euros, y a la persona física con multa de seis mil euros.

**Relación de sentencias recaídas en recursos contencioso-administrativos (RCA) durante 2010  
contra resoluciones en materia de sanciones**

III.3

Nº	Fecha	Tribunal	Nº de R.C.A.	Acto recurrido
1	30/03/2010	Audiencia Nacional	290/2009	Resolución MEH 29/05/2009
Estima parcialmente el RCA interpuesto contra la Resolución del Ministerio de Economía y Hacienda de 29 de mayo de 2009, que confirma en alzada la Resolución del Consejo de la CNMV de 18 de marzo de 2009 sobre imposición de sanción por infracción grave del artículo 100 x) ter de la LMV, rebajando la cuantía de la sanción.				
2	11/05/2010	Tribunal Supremo	220/2005	Sentencia AN 17/07/2008
Desestima el recurso de casación en interés de ley interpuesto por la Administración del Estado contra la SAN de 17 de julio de 2008 que anuló la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 14 de febrero de 2005 por infracción muy grave del artículo 99 l) de la LMV.				
3	25/05/2010	Audiencia Nacional	398/2009	Resolución MEH 06/05/2009
Estima el RCA interpuesto contra la Resolución del Ministerio de Economía y Hacienda de 6 de mayo de 2009, que confirma en reposición la Orden del mismo Ministerio de 18 de julio de 2008, sobre imposición de sanción por infracción muy grave del artículo 99 ñ) de la LMV, anulando la sanción impuesta.				
4	16/06/2010	Tribunal Supremo	138/2004	Sentencia AN 02/03/2006
Desestima el recurso de casación interpuesto contra la SAN de 2 de marzo de 2006 que confirma la sanción impuesta –en relación con la infracción grave del artículo 100 g) de la LMV– por la Resolución del Consejo de la CNMV de 26 de julio de 2002, confirmada en alzada por la Resolución del Ministro de Economía y Hacienda de 30 de enero de 2004.				
5	08/07/2010	Tribunal Supremo	229/2007	Sentencia AN 23/09/2009
Estima el recurso de casación para la unificación de doctrina interpuesto por la Administración del Estado contra la SAN de 23 de septiembre de 2009, que anulaba 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, casando la citada Sentencia de la Audiencia Nacional y confirmando las sanciones.				
6	20/09/2010	Audiencia Nacional	635/2009	Resolución MEH 07/07/2009
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 22 de abril de 2008 –por infracción muy grave del artículo 99 p) de la LMV–, confirmada en reposición por Resolución del mismo Ministerio de 7 de julio de 2009.				
7	03/11/2010	Audiencia Nacional	222/2008	Resolución MEH 02/04/2008
Estima parcialmente el RCA interpuesto contra la Resolución del Ministerio de Economía y Hacienda de 2 de abril de 2008, que confirma en reposición otra del mismo Ministerio de 24 de enero de 2008 sobre imposición de sanciones por infracción muy grave del artículo 99 q) de la LMV, rebajando la cuantía de las sanciones impuestas.				
8	23/11/2010	Audiencia Nacional	596/2009	Resolución MEH 02/07/2009
Confirma la sanción impuesta por Resolución del Consejo de la CNMV de 18 de marzo de 2009, confirmada en alzada por la Resolución del Ministerio de Economía y Hacienda de 2 de julio de 2009, por infracción grave del artículo 100 j) de la LMV.				

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/Supervisor
<b>Advertencias de la CNMV sobre entidades no autorizadas</b>		
11/01/2010	DIVIDUUM CAPITAL, S.L.	CNMV
11/01/2010	AFFIRMO GRUPO INVERSOR, S.L.	CNMV
01/02/2010	EL TORO CONSULT, S.L.	CNMV
18/10/2010	FIB TRADING, S.L. WWW.FIB-TRADING.ES	CNMV
18/10/2010	WINDSOR EXCHANGE WWW.WINDSOREXCHANGE.EU.COM	CNMV
08/11/2010	CONSULTRADING SOLUTIONS GROUP WWW.CFDIVISAS.COM WWW.HISPATRADERS.COM	CNMV
08/11/2010	FOREX GLOBAL FX WWW.FOREXGLOBALFX.COM	CNMV
22/11/2010	CLUB DE INVERSIÓN DE ALTO RENDIMIENTO (CIAR) CIAR INVESTMENT CORP.	CNMV
22/11/2010	BLUESTAR MANAGEMENT	CNMV
27/12/2010	TRAMITA FUNDS	CNMV
<b>Advertencias al público remitidas a la CNMV por otros reguladores extranjeros</b>		
13/01/2010	BERGUES INVEST WWW.BERGUESINVEST.COM TRENT CONSULTANTS HTTP://WWW.TRENT-CONSULTANTS.COM WAVERLY M & A WWW.WAVERLYMA.COM GOLDEN GLOBAL INVESTMENT LIMITED WWW.GOLDEN-FINANCE.COM	SFC - HONG KONG
13/01/2010	APEX GLOBAL PLATINUM INC. WWW.APEXGLOBAL.ORG AGP ONLINE WORLDWIDE WWW.APEXGLOBAL.ORG	FSC - ISLA DE MAN
13/01/2010	RAISINO HOLDINGS HTTP://WWW.REVENTON-SLOVENIA.COM PARTNERS INVESTMENT NETWORK LIMITED HTTP://PARTNERSINVESTMENTNETWORK.COM/	SSMA - ESLOVENIA
13/01/2010	ORACLE EQUITY MANAGEMENT WWW.ORACLEEM.COM	CBFA - BÉLGICA
13/01/2010	NICK2NICK (ASSOCIATION) «BANKLESS-LIFE» WWW.BANKLESS-LIFE.AT WWW.NICK2NICK.AT	FMA - AUSTRIA
13/01/2010	REINCARNATION BANK WWW.REINCARNATIONBANK.COM	GFSC - GIBRALTAR
20/01/2010	DENKO GROUP WWW.DENKOGROUP.COM SOLE INVEST GMBH WWW.DUBAI-CAPITAL.COM KSP BANK	FMA - AUSTRIA

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/Supervisor
20/01/2010	ASSET INTERNATIONAL LIMITED HTTP://ASSET-INTERNATIONAL.ORG.UK DOUGLAS ELLIS INC WWW.DOUGLAS-ELLIS.COM	FSC - ISLA DE MAN
27/01/2010	SCHMID IMMOBILIEN LTD. («KAPITAL24»; «DARLEHEN24») WWW.DARLEHEN24.ORG WWW.KAPITAL24.ORG WWW.DARLEHEN24.BIZ CMP GLOBAL CONSULTING LTD.	FMA - AUSTRIA
27/01/2010	EQUITIES EUROPE OLTA CAPITAL MANAGEMENT INC.	IFSRA - IRLANDA
27/01/2010	SCHAPIRO GLOBAL INC. WWW.SCHAPIROGLOBAL.COM	SFSA - SUECIA
27/01/2010	CAPITAL INVESTORS, SA CAPITAL INVESTORS ASSET MANAGEMENT AG	HCMC - GRECIA
03/02/2010	CHARTMORE INTERNATIONAL CROWN ALPHA LIMITED EURO PACIFIC TRADE RYER LIMITED SHIN FUTURES WWW.SHINFUTURES.COM	SFC - HONG KONG
03/02/2010	WESTERN PACIFIC ADVISORS, INC. (WESTPAC, INC.) WWW.WESTPACIFICADVISORS.COM KAWWII INTERNATIONAL GROUP WWW.KAWWII.COM	SFSA - SUECIA
03/02/2010	ALLIANCE BANK	CBFA - BÉLGICA
03/02/2010	TRADERS INTERNATIONAL RETURN NETWORK (TIRN) WWW.TIRN.ES	AMF - FRANCIA
10/02/2010	OCEAN OIL AND GAS LIMITED WWW.OCEANOILNGAS.COM	FSC - ISLA DE MAN
17/02/2010	CREDIT FOR YOU LIMITED	FMA - AUSTRIA
17/02/2010	ASIA-PACIFIC FINANCE AND INVESTMENT WWW.ASIA-PACIFIC.HK.CN PELL FUTURES WWW.PELL-FUTURES.COM CARGHILL WRIGHT AND ASSOCIATES WWW.CARGHILLWRIGHT.COM EDENBRIDGE INTERNATIONAL LIMITED PEARLGATE INTERNATIONAL LIMITED THE CAPTRUST GROUP WWW.CAPTRUSTGROUP.COM WWW.FRKLIN.COM WWW.FRKLIN.NET WWW.FRKLIN.ORG	SFC - HONG KONG
24/02/2010	WALLSTREET FINANCIAL WWW.WALLSTREETFIN.COM ST JAMES PARTNERS WWW.SJASSETMANAGEMENT.CO.UK MACMILLAN FINE INTERNATIONAL WWW.MACMILLANFINE.COM	SFSA - SUECIA

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/Supervisor
24/02/2010	MITCHELL FINCH INTERNATIONAL HTTP://WWW.MITCHELLFINCH.COM	DFSA - DINAMARCA
24/02/2010	BLANC & BAUMAR WWW.BLANCANDBAUMAR.COM INVESTEX WWW.INVESTEXFUNDS.COM FINANCIAL MARKET AUTHORITY OF HONG KONG WWW.FMAHK.ORG	SFC - HONG KONG
24/02/2010	CAPITAL INVESTORS, SA OLTA CAPITAL MANAGEMENT INC.	CSSF - LUXEMBURGO
03/03/2010	PELL FUTURES WWW.PELL-FUTURES.COM WARWICK VENTURES WWW.WARWICKVC.COM	CBFA - BÉLGICA
03/03/2010	GLOBAL INTERNATIONAL TRADING	AMF - FRANCIA
03/03/2010	DAI-ICHI SECURITIES WWW.DAI-ICHI-SECURITIES.COM	DFSA - DINAMARCA
10/03/2010	DAWSON & FIELDING INC. WWW.DAWSONFIELDING.COM	SFSA - SUECIA
10/03/2010	RESERVER BANK PLC WWW.RSVBONLINE.COM	FSC - ISLA DE MAN
10/03/2010	WILLIAM SMITH PARTNERS WWW.WILLIAMSMITHPARTNERS.COM	JFSC - JERSEY
17/03/2010	VENTURE ALLIANCE PARTNERS (VENPAR) WWW.VENPAR.COM	CBFA - BÉLGICA
17/03/2010	FXT FINANCIAL CORP.	CONAVAL - PANAMÁ
31/03/2010	EBANK24 CORPORATION WWW.EBANK24.COM BEST EURO CREDIT HTTP://BESTEUROCREDIT.COM	FMA - AUSTRIA
31/03/2010	OVANNIS CAPITAL WWW.OVANNISCAPITAL.COM	DFSA - DINAMARCA
31/03/2010	BANK OF FAMILY WWW.BANKOFFAMILY.COM	JFSC - JERSEY
07/04/2010	BERGSTEIN FINANCIAL WWW.BERGSTEINFINANCIAL.COM DIGITS FINANCIAL HONG KONG COMPANY WWW.DIGITSFINANCIAL-HK.COM E-TRADER LIMITED BEIJING SECURITIES WWW.BEIJINGSECURITIES.COM.CN CHINA MERCANTILE EXCHANGE WWW.CNMEX.COM COVAST LIMITED EQUIASIA GROUP LIMITED WWW.EQUIASIAGROUP.NET MONETARY AUTHORITY OF CHINA PACIFIC GLOBAL ADVISORS CO., LIMITED WWW.PACIFICGLOBALADVISORS.COM SCHAPIRO GLOBAL INC.	SFC - HONG KONG

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/Supervisor
07/04/2010	TRANSFER SERVICES LTD WWW.TRANSFERSLIMITED.COM FRONT FUTURES WWW.FRONTFUTURES.COM	SFC - HONG KONG
14/04/2010	CAPITAL MARKETS ADVISORY WWW.CAPITALMARKETSADVISORY.COM	JFSC - JERSEY
14/04/2010	ASIA AUCTION INC. CHEER FORTUNE INTERNAT. INVESTMENT MANAGEMENT COMPANY LTD. WWW.CHEERFO.HK FAMEX FINANCIAL WWW.FAMEXFINANCIAL.COM FXMETATRADER JAPAN COMPANY LIMITED WWW.FXMETATRADER.NET FKL INVESTMENTS WWW.FKLTZ.COM MARKETS CENTRAL WWW.MARKETCENTRAL.NET MY FX STAR WWW.MYFXSTAR.NET REICH GLOBAL LTD SUNRISE FUTURES LLC WWW.SUNRISE-FUTURES.COM	SFC - HONG KONG
14/04/2010	GENIUS FUNDS	BCSC - CANADÁ
21/04/2010	PAYPAY S.A.R.L.	CSSF - LUXEMBURGO
21/04/2010	AVIVA CAPITAL HTTP://WWW.AVIVA-CAPITAL.COM	FSAN - NORUEGA
21/04/2010	KAIROS GROUP S.R.O. WWW.KGAP.EU WWW.THEKAIROSGROUP.COM WWW.KGRF.EU	FMA - AUSTRIA
21/04/2010	FIRST FREE BANK - FOREX INVESTMENT BROKERS HTTP://WWW.FIRSTFREEBANK.COM/ SIMRAY ASA (MY PRIVATE TRADE) HTTP://WWW.MYPRIVATETRADE.COM/ WORLDWIDE FORSTOCK LTD (E-THOREX) HTTP://WWW.E-THOREX.COM/ WWI GROUP CORP HTTP://WWW.WWICORPORATION.COM/	SSMA - ESLOVENIA
21/04/2010	WEST RIDGE LIMITED WWW.WESTRIDGELIMITED.COM VAN BROEKE CONSULTANCY GROUP WWW.VANBROEKECONSULTANCYGROUP.COM ENGLEFIELD CAPITAL WWW.ENGLEFIELDCAPITAL.NET	CBFA - BÉLGICA
28/04/2010	BANK OF FAMILY HTTP://BANKOFFAMILY.COM HTTP://WWW.ALLIANCE-LISBK.CO.CC/ LORD MAURICE NELSON MRS VANESSA HAMINGTON	FSC - ISLA DE MAN
28/04/2010	MR A. G. DE VOS	AFM - HOLANDA

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/Supervisor
28/04/2010	JORDAN & COLE INVESTMENTS LTD LONDON MCFEE INVESTMENT PARKER FORRESTER	IFSRA - IRLANDA
28/04/2010	THE ALTERNATIVE INVESTMENT GROUP	GFSC - GIBRALTAR
28/04/2010	CROWN WEALTH INTERNATIONAL WWW.CROWNWEALTHINTERNATIONAL.COM FAITHWAY LIMITED FUTURE INDEX WWW.FINDEX8.COM HKOFX HONG KONG & NEW TERRITORIES FUTURES BOARD WWW.HKTFB.COM LEVIN MAYER WWW.LEVIN-MAYER.COM NEW TIMES CAPITAL (HK) LTD WWW.NEWTIMES-CAPITAL.COM NEWTON INTERNATIONAL LIMITED WWW.NEWTONFX.COM SHANGHAI MERCANTILE EXCHANGE WWW.SHMEX.ORG FAMEX FINANCIAL WWW.FAMEXFINANCIAL.COM LOGICAL CLEARING LIMITED MARKETS CENTRAL WWW.MARKETCENTRAL.NET MY FX STAR WWW.MYFXSTAR.NET	SFC - HONG KONG
28/04/2010	QOPPA PLACE FUNDS CONSULTING CORP. WWW.QOPPA.US GOLDBERG & ASSOCIATE WWW.GOLDBERG-NEWYORK.COM	FMA - AUSTRIA
28/04/2010	SAKURA FINANCIAL GROUP WWW.SAKURAFINANCIALGROUP.COM	DFSA - DINAMARCA
05/05/2010	MELQU INVEST HB WWW.MELQUINVEST.COM FINANCIAL RESEARCH ADVISORS WWW.FINRE-ADVISORS.COM	SFSA - SUECIA
05/05/2010	GARANT PARTNERS JESUP & LAMONT WWW.JESUPLAMONT.COM JAM CAPITAL WWW.JAM-CAPITAL.COM MARSHALL BROWNING WWW.MARSHALLBROWNING.COM	FSA - REINO UNIDO
05/05/2010	RANTAU SIMFONI SDN BHD	SCM - MALASIA
19/05/2010	QU4DTRO CAPITAL INTERNATIONAL (UK) LIMITED GEORGE EDWARD LOCKHART	JFSC - JERSEY
19/05/2010	CAPITAL PARTNERS, A.S.	HCMC - GRECIA
19/05/2010	GLOBAL ENERGY OPPORTUNITIES WWW.GLOBALENERGYOPPORTUNITIES.COM	SFSA - SUECIA

**Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)**

III.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/Supervisor
19/05/2010	WINDSOR (INTERNATIONAL) LIMITED/«WINDSOR EXCHANGE»	GFSC - GIBRALTAR
19/05/2010	G8 INVESTIMENTOS / G8 INVEST LTDA. WWW.G8INVESTIMENTOS.COM	CONAVAL - PANAMÁ
19/05/2010	INTELLISOURCE MARKETS B.V. (IS MARKETS) WWW.ISMARKETS.COM ORION ADVISORY SERVICES, S.A. WWW.ORIONFX.NET DAWSON & FIELDING INC. WWW.DAWSONFIELDING.COM	BCSC - CANADÁ
19/05/2010	INEZ SWIJSEN ORIENTAL CONSOLIDATORS WWW.ORIENTALCONSOLIDATORS.COM	CBFA - BÉLGICA
19/05/2010	CHATEX LTD POWER POINT CAPITAL WWW.POWERPOINTCAPITAL.COM POWER POINT INTERNATIONAL LTD PRIME INTERNATIONAL TRADING LTD. WWW.PRIME-COMMODITIES.COM	SFC - HONG KONG
19/05/2010	SARADUNIA INVESTMENTS (L) LTD ROYAL PACIFIC INVESTMENT (LABUAN) LTD ASIA BANCORP (L) LTD ASIA BANCORP BHD SARADUNIA CAPITAL SDN. BHD. NUR CAHAYA ILHAM CONSULTANT MATRIK UNGGUL SDN. BHD.	LABUAN-FSA - MALASIA
26/05/2010	CROWN WEALTH INTERNATIONAL WWW.CROWNWEALTHINTERNATIONAL.COM HONG KONG OPTIONS AND FUTURES EXCHANGE (HKOFX) WWW.HKOFX.COM GLOBAL OPTION SOLUTIONS WWW.GLOBALOPTIONSOLUTIONS.COM INTERNATIONAL TRADE OVERSIGHT COMMITTEE WWW.INTL-TRADEOC.COM LANCE GLOBAL SOLUTIONS NORTHCOTT STERLING XAVIER ASSOCIATES WESTLINE M&A WWW.WESTLINEMA.COM	SFC - HONG KONG
26/05/2010	SAKURA FINANCIAL GROUP WWW.SAKURAFINANCIALGROUP.COM	FSAN - NORUEGA
02/06/2010	DRAGON PARTNERS INC. AND PLATINUM GROUP INTERNATIONAL WWW.DRAGONPTSCN.COM	CBFA - BÉLGICA
02/06/2010	COMMERCIAL FIRST TRADING CORPORATION WWW.COMMERCIALFIRSTTRADING.COM JOSEPH COOKE LTD. WWW.JBCOOKE.COM TITAN TRADING GROUP WWW.TITANTRADINGGROUP.COM CAPITAL SECURITIES INTERNATIONAL WWW.CAPSECINTERNATIONAL.COM	SFSA - SUECIA



Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/Supervisor
09/06/2010	GENIUS FUNDS WWW.GENIUSFUNDS.COM	AMF - FRANCIA
09/06/2010	SAKURA FINANCIAL GROUP WWW.SAKURAFINANCIALGROUP.COM PAYPAY INC. HTTP://WWW.PAYPAYINC.COM PAYPAY S.A.R.L. HTTP://WWW.PAYPAYINC.COM WORLDCLEARING HOLDING INC. (PAYPAY) HTTP://WWW.PAYPAY.COM HTTP://WWW.WORLDCLEARING.COM/	FMA - AUSTRIA
09/06/2010	I-INVESTORCLUB LTD. WWW.I-INVESTORCLUB.COM/ COMPLETE COMMODITY TRADING WWW.COMPLETECOMMODITY.COM	FSAN - NORUEGA
16/06/2010	CENTER CAPITAL TRADING HTTP://CENTERCAPITALTRADING.COM CYBERSL WWW.CYBERSL.COM HONG KONG GOLD EXCHANGE HTTP://WWW.HKGOLDGE.COM HONG KONG INTERNATIONAL PETROLEUM EXCHANGE HTTP://WWW.HKPEX.COM SEKULIC DRAGON WWW.SEKULICDRAGON.COM SHIN FUTURES WWW.SHINFUTURES.COM THE HONG KONG FUTURES & OPTIONS EXCHANGE (THE HKFOE) WWW.HKFOE.COM	SFC - HONG KONG
16/06/2010	MITSCHKA ALTERNATIVE ADVISORY WWW.MITSCHKA-ADVISORY.COM	FMA - AUSTRIA
16/06/2010	WILTON INVESTMENT GROUP WWW.WILTONIG.COM TORTOLA CAPITAL WWW.TORTOLACAPITAL.COM VENTURE ASSOCIATES WWW.VENTUREASSOC.COM	CBFA - BÉLGICA
23/06/2010	MORGAN FRANKLIN INVESTMENT INC. HTTP://WWW.MGFII.COM MADDEN GROUP INC. HTTP://WWW.MADDENGROUPINC.COM/ GLOBAL CAPITAL GROUP HTTP://WWW.GCGCO.COM/ APEX INVESTMENT CORPORATION HTTP://WWW.APEXINVESTMENTSCORPORATION.COM CAMERON POE & ASSOCIATES INC. HTTP://WWW.CAMERONPOE.COM/	DFSA - DINAMARCA
07/07/2010	FOX GLOBAL WWW.FOXGLOBAL.BIZ WWW.GSCL.HK	SFC - HONG KONG
07/07/2010	BORSA FINANCIAL NEW CENTURY CAPITAL	IFSRA - IRLANDA

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/Supervisor
07/07/2010	VITURIUM INVESTMENT GROUP LIMITED HTTP://WWW.VIGINVEST.COM/	SSMA - ESLOVENIA
07/07/2010	ORION ADVISORY SERVICES, S.A. WWW.ORIONFX.NET	BCSC - CANADÁ
07/07/2010	BERKLEY ASSURITY LIMITED STEVEN HARRISON DAVID DUKE MARY WALTER LUKE LAWSON MARK WILLIAMS CELTIC INVESTMENT BANK JOHNSON MIRCH	FSC - ISLA DE MAN
14/07/2010	RED DRAGON FINANCIAL CLAYTON & PHELPS WWW.CLAYTONANDPHELPS.COM PENDLETON AND ASSOCIATES WWW.PENDLETONANDASSOCIATES.COM MARCUS JONES INTERNATIONAL WWW.MARCUSJONESINTL.COM	FSA - REINO UNIDO
14/07/2010	PK CONSULTANTS USA, INC. WWW.PKCONSULTANTSUSA.COM	HCMC - GRECIA
14/07/2010	CAPITALIUM EUROPE SA CAPITALIUM CONSULT SCRL	CBFA - BÉLGICA
14/07/2010	SMITH AND DALTON M&A HTTP://SMITHDALTON.COM/	DFSA - DINAMARCA
21/07/2010	REDBRIDGE ASSOCIATES WWW.REDBRIDGEASSOCIATES.COM SWISS EQUITY INVESTMENT WWW.SWISSEQUITYINVESTMENT.COM HAMILTON DAVIS CORPORATION CHURCHILL ADVISORY WWW.CHURCHILLADVISORY.COM UNIVERSAL CONSOLIDATED WWW.UNIVERSALCSLD.COM PRICE AND STONE MERGERS AND ACQUISITIONS WWW.PRICEANDSTONEMA.COM CAMERON POE & ASSOCIATES WWW.CAMERONPOE.COM GS GLOBAL ASSET MANAGEMENT LLC WWW.GSGAMGT.COM SELECT AMERICAN TRANSFER CO. GCI INTERNATIONAL WWW.GCI-INTERNATIONAL.COM	FSA - REINO UNIDO
21/07/2010	ARCADIAN INVESTMENT GROUP LIMITED	GFSC - GIBRALTAR
21/07/2010	ALFORT INTERNATIONAL LIMITED ANDERSON MUNRO NEWTON MOORE LIMITED PRICE AND STONE MERGERS AND ACQUISITIONS WWW.PRICEANDSTONEMA.COM	SFC - HONG KONG
28/07/2010	XR-GROUP	FMA - AUSTRIA

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/Supervisor
04/08/2010	CASH GROUP AG WWW.CASH-GROUP.AG RELAX INVESTMENT FINANCIAL SERVICES LTD. HTTP://WWW.RELAX-INVESTMENTS.COM/ EASY BEST CREDIT WWW.EASYBESTCREDIT.COM	FMA - AUSTRIA
11/08/2010	OKUMA GROUP WWW.OKUMAGROUP.COM OVANNIS CAPITAL WWW.OVANNISCAPITAL.COM	FSAN - NORUEGA
18/08/2010	COMMODORE ASSET WWW.COMMODOREASSET.COM FIRST FINANCIAL MANAGEMENT WWW.FIRSTFINANCIALMGMT.COM  MITSUBISHI GROUP  WWW.MITSUBISHI-GROUP.COM	FSAN - NORUEGA       Sin relación con la entidad debidamente registrada en la FSA, FIRST FINANCIAL MANAGEMENT (N.I.) LTD. Sin relación con las compañías del grupo MITSUBISHI que se relacionan en la página web www.mitsubishi.com
08/09/2010	PRENTICE MANAGEMENT CORP. WWW.PRENTICECORP.COM CAMELOT ADVISORS WWW.CAMELOTADVISORS.COM	FSAN - NORUEGA
08/09/2010	PALATINE FINANCIAL HTTP://WWW.PALATINEFINANCIAL.COM/	SSMA - ESLOVENIA
08/09/2010	LEHMAN CO. GLOBAL GROUP, INC. HTTP://WWW.LEHMANGROUP.NET INTERNATIONAL TRADE CORPORATION GOLD SEAL TRADING	FMA - AUSTRIA
08/09/2010	DUPONT CONSEILLE AG WWW.DUPONTCONSEILLE.COM GULF OIL EXPLORATION CORPORATION INC. WWW.GULFOILEXPLORATION.COM TORTOLA CAPITAL WWW.TORTOLACAPITAL.COM IBERIA SECURITIES WWW.IBERIASECURITIES.COM VANTAGE EQUITY INTERNATIONAL WWW.VANTAGEEQUITY.COM	AFM - HOLANDA
08/09/2010	FINANCIAL SOLUTIONS WWW.FINANCIALSOLUTIONS.COM COMMODORE ASSET WWW.COMMODOREASSET.COM	CBFA - BÉLGICA
15/09/2010	FOS ASSET MANAGEMENT CO. LTD. WWW.FOSASSETMANAGEMENT.COM UNAICO LTD. (ENIGRO GROUP) WWW.UNAICO.COM WIDMER OPTIONS WWW.WIDMEROPTIONS.COM	FMA - AUSTRIA
15/09/2010	HUDSON ASSET MANAGEMENT	CBFA - BÉLGICA

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/Supervisor
15/09/2010	STERLING EQUITY CORPORATION HTTP://WWW.STERLINGEQUITY.SE/	JFSC - JERSEY
15/09/2010	CARTWRIGHT & KEATING WWW.CARTWRIGHTANDKEATING.COM	SFSA - SUECIA
29/09/2010	STEWART ALEXANDRA	AFM - HOLANDA
29/09/2010	UNICON CONSULTING AG WWW.TOPERTRAG.BIZ	FMA - AUSTRIA
29/09/2010	KENSINGTON ADVISORY & INVESTMENT GROUP WWW.KENSINGTONAIG.COM	FSAN - NORUEGA
29/09/2010	BELGIUM FINANCIAL GROUP	CBFA - BÉLGICA
29/09/2010	MARCUS JONES INTERNATIONAL	EI CBI - IRLANDA
29/09/2010	AVGITIDIS TRADING GROUP	HCMC - GRECIA
29/09/2010	FUEHRENDE INVESTITIONEN LIMITED HTTP://WWW.FISS-SOLUTIONS.COM/SI/ HTTP://WWW.FISS-INVESTMENTS.COM/	SSMA - ESLOVENIA
06/10/2010	PAN-AM ADVISORY HTTP://WWW.PANAMADVISORY.COM/INDEX.PHP	DFSA - DINAMARCA
13/10/2010	FINANCIAL ASSET MANAGEMENT, INC. WWW.FINAMGTINC.COM YORK VENTURE CAPITAL WWW.YORKVC.COM	SFSA - SUECIA
13/10/2010	MCLANDISH OFFSHORE BANK HTTP://MCLANDISHOBN.COM	JFSC - JERSEY
13/10/2010	SWIFTSURE SECURITIES LIMITED WWW.SWIFTSURESECURITIESLTD.COM	CBFA - BÉLGICA
13/10/2010	FINTRON ASSET MANAGEMENT	HCMC - GRECIA
20/10/2010	KAIROSINVEST HOLDINGS LTD. WWW.KAIROSINVEST.COM EUROSTOCKGROUP HTTP://EUROSTOCK.AT SWISS SIAM INVESTMENT CLUB HTTP://SWISS-SIAM-INVESTMENTS.ORG	FMA - AUSTRIA
20/10/2010	XR-GROUP WWW.XR-GROUP.COM IBERIA SECURITIES WWW.IBERIASECURITIES.COM	CBFA - BÉLGICA
20/10/2010	BARVETII WEALTH CONSULTANTS WWW.BARVETII.COM	DFSA - DINAMARCA
20/10/2010	ORIENT CONSULT BUSINESS CONSULTANTS LTD. WWW.ORIENTCONSULT.BIZ ROXBORO CAPITAL INVESTMENT WWW.ROXBOROCL.COM MADISON SECURITIES WWW.MADISON-SECURITIES.COM WARTHON RUBIN WWW.WARTHON-RUBIN.COM WYATT M & A ADVISORY WWW.WYATTMAADVISORS.COM GRAHAM WALKER WWW.GRAHAMWALKER.COM	SFSA - SUECIA

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/Supervisor	
27/10/2010	FRANKFURT FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY	BAFIN - ALEMANIA	Supuesta autoridad supervisora financiera alemana que no existe.
27/10/2010	SOURCE ONE INTERNATIONAL WWW.SOURCEONEINTERNATIONAL.COM	FMA - AUSTRIA	
27/10/2010	SATORI GROUP HTTP://WWW.SATORI-GROUP.NET/	DFSA - DINAMARCA	
27/10/2010	MORGAN INVESTMENT MANAGEMENT GROUP WWW.MORGANMANAGEMENTGROUP.NET BOSTON CAPITAL MANAGEMENT, INC. WWW.BOSTONCMI.US WARREN HILL, LLC WWW.WARREN-HILL.COM WILSHIRE PARK WWW.WILSHIRE-PARK.COM	SFSA - SUECIA	
03/11/2010	ACCRESCENT HOLDINGS INCORPORATED CROWN GLOBAL ASSETS LTD. WWW.CROWN-GLOBAL-ASSETS.COM DONNELLY ABERDEEN INTERNATIONAL WWW.DONNELLY-ABERDEEN.COM DYNAMIC WEALTH MANAGEMENT, DWM WWW.DYNAMICWMANAGEMENT.COM	SFSA - SUECIA	
03/11/2010	WWW.LUXCSSF.ORG	CSSF - LUXEMBURGO	Página web falsa del regulador luxemburgués.
10/11/2010	TORTOLA CAPITAL WWW.TORTOLACAPITAL.COM	FMA - AUSTRIA	
10/11/2010	SATORI GROUP WWW.SATORI-GROUP.NET SECURITIES GROUP SINGAPORE WWW.SECGROUPSING.COM THE WALLSTREET M&A GROUP HTTP://WSTREETGRP.COM/ VANTAGE EQUITY INTERNATIONAL LTD WWW.VANTAGEEQUITY.COM PHOENIX MERGERS AND ACQUISITIONS WWW.PHOENIXMERGE.COM RICHMOND LLOYDS INTERNATIONAL HTTP://WWW.RICHMONDLLOYDS.CO.UK/ WILSHIRE PARK WWW.WILSHIRE-PARK.COM	FSAN - NORUEGA	
10/11/2010	GOLDMANN IMPERIAL CAPITAL WWW.GOLDMANNIMPERIALCAPITAL.COM EHRMAN-LOEB WWW.EHRMAN-LOEB.COM INSTITUTIONAL EQUITY PARTNERS WWW.IEPNET.COM MILLENNIUM EQUITY MANAGEMENT WWW.MILLENNIUMEQUITYMANAGEMENT.COM ADDERLEY DAVIS & ASSOCIATES LTD. WWW.ADDERLEYDAVIS.COM PENFOLD & PARTNERS LTD. WWW.PENFOLDPARTNERS.COM WHITSTONE FINANCIAL PLANNING AG WWW.WSFINANCIALPLANNING.COM	SFSA - SUECIA	

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/Supervisor
10/11/2010	(INTERNATIONAL) CORPORATE SERVICES LIMITED	GFSC - GIBRALTAR
17/11/2010	OSAKA FUTURES AND OPTIONS EXCHANGE WWW.OFOX.JP/ ROTHMAN GLOBAL HTTP://ROTHMANGLOBAL.COM/ ROTHMAN SECURITIES OG ROTHMAN OFFSHORE HTTP://ROTHMANOFFSHORE.COM	FSAN - NORUEGA
17/11/2010	ANTEK INTERNATIONAL WWW.ANTEK-INTERNATIONAL.COM CAMPBELL CUMMINGS ASSOCIATES WWW.CAMPBELLCUMMINGS.COM GREENTREE FINANCIAL ADVISORS INC. WWW.GREENTREE-FINANCIAL-ADVISORS.US NORTHERN PEGASUS LLC. WWW.NORTHERNPEGASUS.COM STRATEGIC PRIVATE EQUITY GROUP WWW.STRATEGICPEG.COM CMI TRADING GROUP WWW.CMITRADINGGRP.US PRIME GROUP OF COMPANIES WWW.PRIMEGROUPOFCOMPANIES.COM BROOKS & HAWTHORNE CONSULTING LTD. WWW.BROOKS-HAWTHORNE.COM	SFSA - SUECIA
24/11/2010	RANDALL & GIBSON PARTNERSHIP COMPANY WWW.RANDALLANDGIBSON.COM	FMA - AUSTRIA
24/11/2010	AMERICAN TAXATION INCORPORATED WWW.AMERICANTAXATION.COM	SFSA - SUECIA
24/11/2010	VALENTI INTERNATIONAL WWW.VALENTI-INTERNATIONAL.COM	FSAN - NORUEGA
01/12/2010	ROTHMAN GLOBAL WWW.ROTHMANGLOBAL.COM	FMA - AUSTRIA
01/12/2010	QUANTUM PARTNERS LTD. WWW.QUANTUMPARTNERSLTD.COM TRADING RESOURCE CAPITAL MANAGEMENT WWW.TRCAPITALMGMT.COM	FSAN - NORUEGA
15/12/2010	ALTANUS LIMITED (SWISS MONEY REPORT) SWISSMONEYREPORT.NET	CBFA - BÉLGICA
22/12/2010	SHAW ASSET MANAGEMENT HTTP://WWW.SHAWASM.COM	DFSA - DINAMARCA
22/12/2010	FOREX	AMF - FRANCIA
22/12/2010	HYPO VENTURE CAPITAL WWW.HYPOVC.COM PRIME SOLUTIONS INC. WWW.PRIMESOLUTIONS.US GUARDIAN CREATIVE TAX PLANNERS WWW.GUARDIAN-INTER.COM	SFSA - SUECIA
29/12/2010	PROFIT CLUB S.A. HTTP://PROFITCLUBGROUP.COM/	SSMA - ESLOVENIA
<b>Otras advertencias al público remitidas por reguladores extranjeros</b>		
20/01/2010	VARIOS ISLA DE MAN	FSC - ISLA DE MAN Ofertas engañosas de adquisición de acciones

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/Supervisor	
17/03/2010	THE INTERNATIONAL SECURITIES INVESTOR PROTECTION CORPORATION	SIPC - ESTADOS UNIDOS	Página web fraudulenta. La página web no tiene ninguna relación con la entidad debidamente constituida denominada SECURITIES INVESTOR PROTECTION CORPORATION (SIPC)
19/05/2010	SHK FINANCIAL GROUP (CHINA) CO. LTD. WWW.HKSHK.COM	SFC - HONG KONG	Página web engañosa
19/05/2010	WWW.87671.COM	SFC - HONG KONG	Página web engañosa
19/05/2010	VARIOS LABUAN	LABUAN-FSA - MALASIA	Advertencia genérica sobre negociar con entidades no autorizadas
02/06/2010	AECNFX (MAURITIUS) LTD	FSCM - MAURICIO	Entidad a la que se ha retirado la licencia
02/06/2010	BASEL FINANCIAL INC.	FSCM - MAURICIO	Entidad a la que se ha retirado la licencia
02/06/2010	FXCOMPANY FINANCIAL GROUP LTD	FSCM - MAURICIO	Entidad a la que se ha retirado la licencia
02/06/2010	FXMARKETS LTD	FSCM - MAURICIO	Entidad a la que se ha retirado la licencia
02/06/2010	FXOPEN INVESTMENTS INC.	FSCM - MAURICIO	Entidad a la que se ha retirado la licencia
02/06/2010	WORLD DERIVATIVES TRADERS LTD	FSCM - MAURICIO	Entidad a la que se ha retirado la licencia
07/07/2010	WWW.ZURICH-FINANCE.NET	FSC - ISLA DE MAN	Página web engañosa
07/07/2010	GTA WORLDWIDE LLC WWW.GOALSTOACHIEVE.COM	FSC - ISLA DE MAN	Página web engañosa
07/07/2010	GTA (ISLE OF MAN) LIMITED WWW.GOALSTOACHIEVE.COM	FSC - ISLA DE MAN	Página web engañosa
07/07/2010	WWW.ANGLOIRISHONLINE.COM	FSC - ISLA DE MAN	Página web engañosa
06/10/2010	HYIPS-HIGH YIELD INVESTMENT PROGRAMS	FINRA - ESTADOS UNIDOS	Programas de inversión de alto rendimiento

Fuente: CNMV.





## A Legislación española

### A.1 Comisión Nacional del Mercado Valores

**Resolución de 16 de febrero de 2010**, de la Presidencia de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se crea la sede electrónica de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Esta resolución identifica la sede electrónica de la CNMV. La Ley 11/2007, de 22 de julio, de acceso electrónico de los ciudadanos a los servicios públicos define el concepto de «sede electrónica» como «aquella dirección electrónica disponible para los ciudadanos a través de redes de telecomunicaciones cuya titularidad, gestión y administración corresponde a una Administración Pública, órgano o entidad administrativa en el ejercicio de sus competencias». En el caso de la CNMV, la dirección electrónica de referencia de la sede es la siguiente: <https://sede.cnmv.gob.es>.

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

Esta resolución se refiere a la organización interna de la CNMV e introduce los siguientes cambios: 1) el Departamento de Inversores pasa a tener como misión central y única la atención y tramitación de reclamaciones y consultas de los inversores y queda adscrito a la Dirección General del Servicio Jurídico; 2) todas las tareas relacionadas con la educación financiera quedan asignadas al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones; 3) se reasignan los departamentos adscritos al Presidente y al Vicepresidente, pasando a depender del primero, además del Departamento Adjunto a Presidencia, el Departamento de Sistemas de Información y la Secretaría General, y del segundo, bajo la superior dirección del Presidente, además del Departamento de Relaciones Internacionales, el Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones; 4) se unifican los Gabinetes del Presidente y del Vicepresidente previstos en el artículo 27.4 del Reglamento de Régimen Interior en un único Gabinete; finalmente, se introducen modificaciones en las redacciones de los artículos 32 y 41 con el objeto de delimitar las funciones de los departamentos Adjunto a Presidencia y de Control Interno sobre actuaciones relacionadas con los riesgos que pueden afectar a la CNMV.

### A.2 Mercados secundarios oficiales de valores y otros sistemas de negociación

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

Este Real Decreto, que supone la derogación del Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones, tiene como

objetivos generales la equiparación de la regulación nacional a los estándares internacionales y el establecimiento de acuerdos y conexiones con otros mercados derivados de nuestro entorno, así como la introducción de nuevos productos, servicios y líneas de negocios de los instrumentos derivados. También pretende reducir el riesgo sistémico asociado a la compensación y la liquidación de estos instrumentos financieros.

Entre sus novedades cabe destacar las siguientes: 1) la sociedad rectora puede ofrecer servicios de negociación, registro y contrapartida central o bien sólo servicios de registro y contrapartida o sólo servicios de negociación, siendo ésta una de las novedades más importantes; 2) se suprime la exigencia de que cada mercado de futuros y opciones cuente con su propia sociedad rectora y se contempla la posibilidad de que adquieran la condición de miembros del mercado las entidades encargadas de la depositaria central de valores y otras cámaras de contrapartida; 3) se diversifica el régimen de las garantías, incorporándose, junto a la garantía aportada por la sociedad rectora, una garantía de carácter solidario aportada por los miembros (garantía colectiva), al tiempo que se establecen obligaciones específicas de recursos propios para éstos; 4) se establece, también, el régimen de incumplimientos de los miembros y clientes y se prevé que la sociedad rectora pueda acordar el traslado o cierre de los contratos con comunicación a la CNMV; 5) se contempla la posibilidad de instaurar un registro contable de doble escalón, formado por el registro central, a cargo de la sociedad rectora, y los registros de detalle, a cargo de los miembros autorizados a actuar como registradores; 6) finalmente, se amplían los productos negociables y registrables en estos mercados a todos los instrumentos financieros derivados incluidos en el artículo 2 de la LMV y se suprime la preceptiva intervención de los organismos rectores de los mercados donde se negocie el subyacente de los futuros y opciones en relación con la aprobación de nuevos contratos sobre derivados.

### A.3 Codificación de valores

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

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

### A.4 Fondos de titulización

**Real Decreto 437/2010, de 9 de abril**, por el que se desarrolla la regulación del proceso de titulización del déficit del sistema eléctrico.

Conforme a la disposición adicional 21<sup>a</sup> de la Ley 54/1997, de 27 de noviembre, del Sector Eléctrico, el Estado asume la diferencia entre las tarifas que pagan los consumidores y los costes reales de la energía mediante el reconocimiento de derechos de cobro a largo plazo en favor del sector eléctrico, los cuales se ceden 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. Por medio de este Real Decreto, se determina el precio y las condiciones de cesión de los derechos de cobro al citado Fondo de titulización, así como las bases del procedimiento competitivo por el que se emitirán los instrumentos financieros del Fondo.

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

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

### **A.5 Empresas de servicios de inversión y entidades de crédito**

**Real Decreto 628/2010, de 14 de mayo**, por el que se modifican el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos en entidades de crédito y el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores.

Por medio de esta norma se refunden en los textos del RD 2606/1996 y del RD 948/2001 las modificaciones introducidas por el RD 1642/2008, de 10 de octubre, el cual ampliaba el importe garantizado por el fondo de garantía de depósitos de 20 mil a 100 mil euros. Por otro lado, se establece la obligación de que las entidades de crédito amplíen la información que dan a sus depositantes en relación con el régimen de protección del fondo de garantía de depósitos. También se establece que los fondos de garantía de depósitos llevarán a cabo pruebas de funcionamiento y que, si procede, serán informados cuando las autoridades competentes descubran problemas en una entidad de crédito que puedan dar lugar a la intervención de un sistema de garantía de depósitos.

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

De acuerdo con esta orden, la CNMV pasará a ejercer un control a posteriori sobre los contratos tipo, en lugar de un control a priori, y podrá requerir en cualquier momento la rectificación de estos contratos. Con esta novedad se pretende conseguir una mayor agilidad en el tráfico jurídico y una reducción de las cargas administrativas. Se mantiene la obligación de registrar un folleto de tarifas al que las empresas de servicios de inversión deberán sujetarse. La nueva norma deroga las órdenes de 25 de octubre de 1995, sobre esta misma materia, y de 7 de octubre de 1999, de desarrollo del código general de conducta y normas de actuación en la gestión de carteras de inversión.

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

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

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

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

Esta Orden establece los principios y criterios a los que debe sujetarse la actividad publicitaria de los productos y servicios bancarios y habilita al Banco de España para el desarrollo de lo establecido en la misma. Se ha optado por un sistema de control de la publicidad a posteriori por parte del Banco de España. De un lado, el supervisor elabora criterios específicos de publicidad financiera; de otro, puede corregir conductas inadecuadas exigiendo el cese o la rectificación de la publicidad que no cumpla los requisitos, sin menoscabo de lo dispuesto en la Ley General de Publicidad. La regulación de la publicidad se complementa además con la verificación por parte del supervisor de los mecanismos de control interno de las entidades para minimizar los costes de carácter legal y reputacional. La Orden también establece directamente algunos criterios en materia de publicidad. Así, en la publicidad sobre depósitos y créditos en la que se aluda expresamente a su coste o rentabilidad deberá emplearse la tasa anual equivalente (TAE). Cuando la publicidad de una entidad de crédito englobe cualquier tipo de oferta a realizar por otra empresa, deberá contener la mención expresa de esta empresa.

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

Esta Circular introduce importantes modificaciones en materia de provisiones o reconocimiento de pérdidas por préstamos y créditos dudosos. En particular, pueden destacarse los siguientes aspectos: 1) el valor de las garantías inmobiliarias se deducirá del cálculo de las provisiones por operaciones dudosas, si bien se aplicará un recorte al valor de esas garantías que oscilará entre un 20% para las viviendas terminadas que son residencia habitual del prestatario y un 50% para parcelas y solares urbanizables; 2) se recorta a doce meses el periodo de tiempo máximo para aprovisionar los préstamos y créditos dudosos; 3) se establecen principios para la gestión del riesgo en relación con operaciones de reestructuración empresarial; y 4) se establecen ciertas presunciones en materia de provisiones para los activos adquiridos en pago de deudas, con el fin de que las entidades de crédito liberen con premura estos activos y se centren en su actividad típica.

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

El Real Decreto-Ley introduce importantes modificaciones en el régimen jurídico de las cajas de ahorro. Las principales medidas son las siguientes: 1) se permite que las cuotas participativas emitidas por las cajas de ahorro atribuyan derechos políticos a sus titulares y se establece un límite máximo del 50% del patrimonio de cada caja de ahorro para el volumen emitido de dichas cuotas; 2) se permite expresamente que las cajas de ahorro realicen toda su actividad financiera a través de bancos controlados por ellas; 3) también se permite la transformación de la caja en una fundación de carácter especial, conservando la obra social y traspasando todo su negocio finan-

ciero a un banco; 4) se adoptan medidas para profesionalizar los órganos de gobierno de las cajas de ahorro; 5) se modifica la regulación de los sistemas institucionales de protección (SIP), debiéndose pronunciar el Banco de España en caso de que una caja de ahorro pretenda desvincularse de estos procesos de integración; 6) si las cajas de ahorro integrantes de un SIP pierden el control de la entidad central del mismo, deberán transformarse en una fundación de carácter especial y ceder su negocio bancario; 7) finalmente, se garantiza la neutralidad fiscal de los diferentes modelos contemplados para las cajas de ahorro.

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

Mediante esta Circular, la CNMV define el contenido de la información periódica que, en relación con la prestación de servicios de inversión y las normas de conducta, deben remitir anualmente tanto las empresas de servicios de inversión como las entidades de crédito. Destaca, como novedad, la derogación de la prohibición absoluta de que los valores adquiridos por las IIC se depositen en cuentas globales u ómnibus, modificándose en consecuencia la Norma 12<sup>a</sup> de la Circular 1/1998, de 10 de junio, de la CNMV.

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

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

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

El artículo 57.1 de la Ley 26/1988 obliga a que toda persona que haya decidido adquirir, directa o indirectamente, una participación significativa en una entidad de crédito española lo notifique previamente al Banco de España, que deberá evaluar la idoneidad del adquirente y la solidez financiera de la adquisición propuesta. La Circular 5/2010 del Banco de España, de acuerdo con la Guía del Comité Europeo de Supervisores Bancarios, recoge una lista de información que el supervisor ha de requerir para evaluar una adquisición de una participación significativa, con mayor o menor alcance en función de que como resultado de la adquisición tenga lugar o no un cambio en el control de la entidad. Dicha Circular también establece la información que se suministrará cuando el adquirente potencial sea una entidad de crédito, una entidad financiera supervisada por la CNMV o la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

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

Esta Circular desarrolla la Orden EHA/1718/2010, de 11 de junio, comentada anteriormente. La Circular aborda la determinación de los principios generales a los que

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

**Circular 8/2010, de 22 de diciembre**, del Banco de España, a entidades de crédito, de modificación de la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.

Esta Circular incorpora al ordenamiento jurídico español los reglamentos (CE) 494/2009 y 495/2009, de la Comisión, que adoptaron para la Unión Europea la modificación de la NIIF 27, sobre estados financieros consolidados y separados, y de la NIIF 3, sobre combinaciones de negocios.

**Circular 9/2010, de 22 de diciembre**, del Banco de España, a entidades de crédito, de modificación de la Circular 3/2008, de 22 de mayo, a las entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos.

Esta Circular transpone varias directivas en materia de recursos propios (Directiva 2009/27/CE, de la Comisión, de 7 de abril; Directiva 2009/83/CE, de la Comisión, de 27 de julio; y Directiva 2009/111/CE, de 16 de septiembre). En particular, se establecen previsiones tendentes a reforzar la organización y el control interno en relación con la gestión del riesgo de liquidez y las operaciones de titulización. También se introducen otras modificaciones técnicas como, por ejemplo, el tratamiento a efectos de solvencia de las acciones propias o de las variaciones de valor de la cartera de valores.

#### **A.6 Instituciones de inversión colectiva y entidades de capital-riesgo**

**Real Decreto 749/2010, de 7 de junio**, por el que se modifica el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y otros reglamentos en el ámbito tributario.

Esta norma introduce las siguientes modificaciones en el Reglamento de la Ley 35/2003: 1) se extiende el régimen de los fondos de inversión cotizados del artículo 49 del RIIC a determinadas SICAV que repliquen o reproduzcan índices bursátiles o de renta fija; 2) se permite la creación de instituciones de inversión colectiva o compartimentos de propósito especial, conocidos a nivel internacional como *side pockets*, en los que se alojarán los activos afectados por la situación de crisis económica que dificulta su valoración y hace disminuir su liquidez; 3) se flexibiliza el régimen de inversión de las instituciones de inversión colectiva de carácter inmobiliario, incluyendo a las sociedades cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario entre los activos en los que pueden materializar sus inversiones; 4) se flexibilizan determinados límites a las inversiones que tienen que cumplir los fondos de inversión con objetivos de rentabilidad garantizados; 5) se mejora el régimen de transparencia de las comisiones; 6) finalmente, se exime a los fondos de la obligación de practicar retención o ingreso a cuenta de las rentas derivadas de transmisiones o reembolsos

de acciones o participaciones representativas del capital o patrimonio de los fondos de inversión cotizados o sociedades de inversión de capital variable índice cotizadas.

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

El objeto de la presente Circular es mejorar los procedimientos y modelos normalizados establecidos para las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras, adaptándolos al marco jurídico establecido por la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de estas entidades. Así, en primer lugar, se establece que la CNMV pondrá a disposición del público en su sede electrónica los modelos normalizados de utilización voluntaria relativos a los procedimientos de autorización de nuevas entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras. En segundo lugar, se califican como de escasa relevancia determinadas modificaciones de reglamentos de fondos de capital-riesgo y de estatutos de sociedades de capital-riesgo. Por último, se regula el procedimiento para comunicar a la CNMV los cambios en el consejo de administración y los cambios de los directores generales de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras.

**Circular 5/2010, de 18 de noviembre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre información que debe remitir el adquirente potencial en la notificación a la que se refiere el artículo 69.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el artículo 45.3 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, para la evaluación cautelar de las adquisiciones de participaciones significativas y de los incrementos de participaciones en empresas de servicios de inversión y en sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva.

Toda persona que, por sí sola o actuando de forma concertada con otras, haya decidido adquirir, directa o indirectamente, una participación significativa (igual o superior al 20%, el 30% o el 50% de los derechos de voto o capital) en una ESI o SGIIC española lo notificará previamente a la CNMV, que debe evaluar la idoneidad del adquirente y la solidez financiera de la adquisición propuesta. Esta Circular recoge una lista de información que el supervisor ha de requerir para la evaluación de una adquisición, con un mayor o menor alcance en función de que como resultado de la adquisición tenga lugar o no un cambio en el control de la entidad.

**Circular 6/2010, de 21 de diciembre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre operaciones con instrumentos derivados de las instituciones de inversión colectiva.

La Orden EHA/888/2008 amplía el ámbito de actuación de las IIC en lo referente a los instrumentos derivados. Los contenidos de esta Circular están en la línea de la Directiva 2010/43/CE sobre los requisitos organizacionales, conflictos de interés, normas de conducta, gestión de riesgos y contenido del acuerdo gestora-depositario. Su principal objetivo es el desarrollo de la metodología para el cómputo del límite por riesgo de mercado asociado a la utilización de instrumentos derivados. También se desarrollan temas específicos relacionados con los límites de diversificación conjuntos del artículo 39.4 del RD 1309/2005, sobre los límites a la utilización de instrumentos derivados por riesgo de contraparte, requisitos sobre la operativa en mercados no organizados, valoración de posiciones y cómputo del límite de endeudamiento. Adicionalmente, se desarrolla un régimen específico para IIC con objetivo concreto de rentabilidad.

**Ley 40/2010, de 29 de diciembre**, de almacenamiento geológico de dióxido de carbono.

La disposición final novena de esta norma introduce una modificación en la fiscalidad de las SICAV. En particular, la reducción de capital con devolución de aportaciones se asimila a un reparto de dividendos a efectos tributarios.

### **A.7 Medidas frente a la crisis económica**

**Resolución de 9 de marzo de 2010**, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por la que se publica el acuerdo adoptado por el Consejo rector del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros, el 8 de marzo de 2010, sobre modificación parcial de las directrices de inversión del Fondo.

Se permite que el Fondo de Adquisición de Activos Financieros supere los límites preexistentes a la concentración de riesgos con un mismo emisor, teniendo en cuenta que este fondo no realizará ya más inversiones al no ser posible la celebración de subastas con posterioridad al 31 de diciembre de 2009.

**Real Decreto-Ley 5/2010, de 31 de marzo**, por el que se amplía la vigencia de determinadas medidas de carácter temporal.

Junto a otros aspectos sin relación alguna con los mercados de valores, en este Real Decreto-Ley se prorroga dos años más el régimen establecido en el Real Decreto-Ley 10/2008, de 12 de diciembre, en virtud del cual no se consideran las pérdidas por deterioro del inmovilizado material, de las inversiones inmobiliarias y de las existencias para los supuestos de reducción obligatoria de capital y de disolución de sociedades anónimas y de responsabilidad limitada.

**Real Decreto-Ley 6/2010, de 9 de abril**, de medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo.

Entre otros aspectos, se abordan las siguientes medidas con incidencia en el ámbito del mercado de valores: 1) se reducen varios plazos relativos al funcionamiento del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB); 2) se simplifica la emisión de cuotas participativas de cajas de ahorro que vayan a ser suscritas por el FROB; 3) se modifica la normativa sobre fondos de titulización de activos permitiendo que estos fondos sean titulares de los inmuebles, derechos y cantidades resultantes de los remates de la ejecución de los préstamos hipotecarios de los que sean titulares como consecuencia de su titulización; 4) se modifica la LMV para requerir la intervención de una entidad autorizada para prestar servicios de inversión en determinadas ofertas de valores dirigidas al público en general, que no requieran folleto y que empleen para ello cualquier forma de comunicación publicitaria, con el objetivo último de instrumentar cauces adecuados para la protección del inversor; 5) finalmente, se elevan las cantidades inembargables en el caso de que el precio obtenido por la venta de la vivienda habitual hipotecada sea insuficiente para cubrir el crédito garantizado.

### **A.8 Otras normas**

**Ley 10/2010, de 28 de abril**, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo.



Esta norma reordena la regulación administrativa relativa a la prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo con objeto, básicamente, de transponer la Directiva 2005/60/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre de 2005, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y para la financiación del terrorismo. Los aspectos de esta norma con mayor incidencia en el mercado de valores son los siguientes: 1) se modifica el artículo 43.1.j) de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, relativo a los procedimientos internos de control de riesgos, incluyendo la prevención del blanqueo de capitales como uno de los objetivos de estos procedimientos; 2) los sujetos obligados por la norma no establecerán o mantendrán relaciones de negocio con sociedades cuyas acciones estén representadas mediante títulos al portador; 3) se crea el fichero de titularidades financieras y se obliga a las entidades de crédito a declarar la apertura y cancelación de cuentas corrientes, cuentas de ahorro, cuentas de valores y depósitos a plazo, así como a identificar a los titulares de las mismas, para su inclusión en dicho fichero.

**Real Decreto 712/2010, de 28 de mayo**, de régimen jurídico de las entidades de pago.

Esta norma desarrolla la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago y completa el proceso de transposición de la Directiva 2007/64/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007, sobre servicios de pago en el mercado interior. El pago es objeto de regulación por parte de esta Directiva en la medida en que conlleve la prestación de servicios de forma profesionalizada, masiva, por determinadas personas jurídicas y a través de ciertos medios. Desde esta perspectiva, se busca proteger a los usuarios y estimular la competencia a través de la armonización de los requisitos de acceso a este mercado y de la creación de una nueva categoría subjetiva, las entidades de pago.

Los principales aspectos a los que se refiere el Real Decreto son los siguientes: 1) se desarrolla el régimen jurídico de las entidades de pago, reguladas en la Ley de Servicios de Pago; 2) se fijan los requisitos de capital inicial y recursos propios para este tipo de entidades, así como los requisitos de la solicitud de autorización ante el Ministerio de Economía y Hacienda; 3) se desarrolla el régimen de agentes de las entidades de pago y la delegación de funciones, de manera muy similar a la regulación de las entidades de crédito; 4) se contempla también la actividad transfronteriza de las entidades de pago (actuación en España de entidades de pago autorizadas en otro Estado Miembro de la Unión Europea, apertura de sucursales y libre prestación de servicios en un Estado no Miembro de la Unión Europea por entidades de pago españolas y creación o adquisición de participaciones en entidades de pago de un Estado no Miembro de la Unión Europea); 5) se establece un registro de altos cargos de las entidades de pago, a cargo del Banco de España, así como un registro de las personas responsables de la gestión de las sucursales y redes de agentes; 6) se regula la figura de la entidad de pago híbrida, que es aquella que desarrolla alguna actividad económica distinta de la prestación de servicios de pago, y se prevé que el Banco de España pueda solicitar de estas entidades información sobre sus actividades económicas; y 6) se limita la posibilidad de que una cuenta de pago tenga saldo deudor (sólo se admite saldo deudor como resultado de la prestación de servicios de pago iniciados por el beneficiario de los mismos, pero nunca por operaciones de pago iniciadas directamente por el ordenante titular de la cuenta de pago).

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

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

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

Esta norma modifica el régimen de la auditoría de cuentas, transponiendo la Directiva 2006/43/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2006, e introduce asimismo modificaciones puntuales a la Ley del Mercado de Valores y a la Ley de Sociedades Anónimas. Puede destacarse que se revisan los requisitos de independencia de los auditores respecto de las entidades que auditan y se incorpora el principio de responsabilidad plena del auditor del grupo empresarial sobre los estados financieros consolidados. También se refuerza el sistema de supervisión pública de la actividad de auditoría de cuentas mediante el fortalecimiento de las funciones del ICAC y, en general, se evoluciona hacia unas normas de auditoría más armonizadas a nivel europeo.

En lo que respecta a los mercados de valores, se establece que el comité de auditoría de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales debe emitir un informe no vinculante sobre la prestación de servicios adicionales por parte de los auditores externos o personas vinculadas a ellos. También se desarrollan los foros electrónicos de accionistas y las asociaciones de accionistas, específicas para cada sociedad cotizada, que deberán inscribirse en un registro administrativo de la CNMV y cuyo régimen jurídico queda pendiente de desarrollo. Esta norma también incorpora modificaciones puntuales pero muy relevantes en materia de derecho societario. En particular, se modifica el artículo 105 de la LSA, excluyendo la posibilidad de que los estatutos sociales puedan limitar el número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista o sociedades pertenecientes a un mismo grupo, siendo nulas de pleno derecho las cláusulas en que, directa o indirectamente, se establezca dicha limitación. La entrada en vigor de esta modificación tendrá lugar a los doce meses de su publicación en el BOE.

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

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

contable de los valores, sin que quede condicionado este derecho a una convocatoria de la Junta general de accionistas.

**Real Decreto 1159/2010, de 17 de septiembre**, por el que se aprueban las normas para la formulación de cuentas anuales consolidadas y se modifica el Plan General de Contabilidad aprobado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, y el Plan General de Pequeñas y Medianas Empresas aprobado por el Real Decreto 1515/2007, de 16 de noviembre.

De acuerdo con la habilitación contemplada en la disposición final de la Ley 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea, este Real Decreto desarrolla los aspectos específicos de la consolidación de cuentas, poniendo a disposición de todas las sociedades un marco contable armonizado con el Derecho comunitario. Los reglamentos comunitarios preexistentes en esta materia resultarán aplicables únicamente a las sociedades cotizadas en la formulación de sus cuentas consolidadas. El contenido del Real Decreto deberá aplicarse en las cuentas anuales (consolidadas e individuales) que se formulen en los tres primeros meses de 2011, correspondientes a los ejercicios iniciados a partir del 1 de enero de 2010, con la finalidad de hacer coincidir esta reforma y la aprobada en la Unión Europea, sobre esta misma materia, para formular las cuentas anuales consolidadas de las sociedades cotizadas.

La nueva normativa revisa la contabilidad de las operaciones de fusión o escisión empresariales y delimita un nuevo alcance para las cuentas consolidadas, al tiempo que introduce modificaciones en los métodos que deben emplearse a la hora de elaborarlas. Entre otras novedades, quedan exentos de la obligación de consolidar aquellos supuestos en que la sociedad dominante participe exclusivamente en sociedades dependientes que no posean un interés significativo, individualmente y en conjunto, para la imagen fiel de las sociedades del grupo. Asimismo, si una inversión en una empresa multigrupo o asociada se clasifica en la categoría de activo no corriente mantenido para la venta, se consolidará de acuerdo con el método de integración global.

## B Legislación europea

### B.1 Sistema europeo de supervisión financiera

**Reglamento (UE) 1092/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre**, relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea un Consejo Europeo de Riesgo Sistémico.

Por medio de esta norma se crea el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (ESRB), que será el responsable de la supervisión macroprudencial en la Unión Europea, sin perjuicio de su necesaria colaboración con otros organismos como el Banco Central Europeo y, fuera del ámbito de la UE, el FMI, el G-20 y el Consejo de Estabilidad Financiera. El cometido del ESRB consiste en controlar y evaluar el riesgo sistémico en periodos de normalidad con miras a atenuar la exposición del sistema a los riesgos de fallo de los componentes sistémicos y a mejorar la resistencia del sistema financiero en caso de crisis. El ESRB contribuirá a garantizar la estabilidad financiera y a mitigar los impactos negativos sobre el mercado interior y la economía real. En particular, podrá emitir avisos dirigidos a uno o varios Estados Miembros o a una Auto-

ridad Europea de Supervisión, con un plazo determinado para responder a los mismos a través de la oportuna actuación.

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

Este reglamento crea la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), una de las tres autoridades sectoriales contempladas en el nuevo esquema europeo de supervisión financiera. Entre sus funciones se incluyen las de restringir temporalmente determinadas actividades financieras que amenacen el funcionamiento correcto y la integridad de los mercados financieros o la estabilidad del sistema financiero de la Unión y asistir a las autoridades nacionales de supervisión competentes en la interpretación y aplicación coherentes de las normas de la Unión y contribuir a la estabilidad financiera. ESMA tiene facultades de supervisión directa (investigación y ejecución) sobre las agencias de calificación crediticia, que le atribuye el Reglamento 1060/2009.

La Autoridad presentará proyectos de normas técnicas de regulación a la Comisión Europea para su aprobación y podrá emitir directrices y recomendaciones sobre la aplicación del Derecho de la Unión. Cuando las autoridades nacionales no sigan sus recomendaciones, la Comisión podrá emitir un dictamen formal que exija su cumplimiento. En situaciones excepcionales de inacción persistente por parte de la autoridad nacional, la ESMA estará facultada para adoptar decisiones dirigidas a participantes concretos en los mercados. Asimismo, podrá obligar a las autoridades nacionales de supervisión a adoptar medidas específicas para resolver una situación de emergencia, podrá tomar decisiones vinculantes sobre diferencias entre jurisdicciones en asuntos transfronterizos y participará en los colegios de supervisores. La Autoridad actuará también como un órgano consultivo independiente para el Parlamento Europeo, el Consejo y la Comisión, en su ámbito de competencias, y podrá emitir dictámenes sobre la evaluación prudencial de las fusiones y adquisiciones.

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

**Directiva 2010/78/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre**, por la que se modifican las directivas 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2009/65/CE en relación con las facultades de la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y la Autoridad Europea de Valores y Mercados).

La presente Directiva tiene como objeto modificar ciertas normas comunitarias sobre el mercado de valores para que el Sistema Europeo de Supervisores Financieros funcione con eficacia en lo que respecta al ámbito de actuación de las tres autoridades sectoriales. Las autoridades europeas de supervisión estarán facultadas para la elaboración de proyectos de normas técnicas y para determinar cómo serán adopta-

dos. Las normas técnicas se podrán establecer de dos formas: como actos delegados y como actos de ejecución de otros actos de la UE que sean jurídicamente vinculantes. El Parlamento Europeo y el Consejo podrán presentar objeciones a los actos delegados dentro de los tres meses siguientes a partir de la fecha de su notificación.

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

## B.2 Mercados primarios

**Directiva 2010/73/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre**, por la que se modifican la Directiva 2003/71/CE sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y la Directiva 2004/109/CE sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado.

La presente Directiva modifica ciertos aspectos de la Directiva 2003/71/CE para simplificar y mejorar su aplicación y ganando en eficiencia y competitividad en el mercado internacional. Las principales novedades son las siguientes: 1) se reducen las obligaciones de publicación al emitirse determinados tipos de valores (pequeñas empresas, pequeñas entidades de crédito, emisiones de derechos y sistemas de garantía pública); 2) quedan más claras las exenciones a la obligación de publicar un folleto cuando las empresas venden a través de intermediarios (ventas minoristas sucesivas); 3) se eliminan obligaciones de publicación que actualmente se solapan con las contempladas en la Directiva europea sobre la transparencia de la información sobre los emisores de valores; 4) se establece que los emisores de valores no participativos tendrán la posibilidad de determinar su país de origen (sea o no miembro de la UE); 5) se equipara la definición de «inversores cualificados» de esta Directiva con la de «clientes profesionales» de la MiFID; y 6) se introduce una síntesis del folleto, sencilla y de fácil comprensión para los inversores, que constituirá una parte autónoma de éste.

## B.3 Instituciones de inversión colectiva

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

En desarrollo de la Directiva 2009/65/CE, sobre instituciones de inversión colectiva, se regula el contenido y formato de la información que debe suministrarse al inversor de estas instituciones. El Reglamento dota de una estructura común a todos los documentos para su fácil comprensión y a tal efecto establece requisitos relativos al formato y la presentación de los mismos, a los elementos principales de la información que deben revelar, a los métodos que deben utilizarse, etc. Algunos aspectos, no obstante, serán objeto de regulación posterior.

**Directiva 2010/42/UE de la Comisión, de 1 de julio**, por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Con-

sejo en lo que atañe a determinadas disposiciones relativas a las fusiones de fondos, las estructuras de tipo principal-subordinado y el procedimiento de notificación.

Esta Directiva detalla medidas de protección al inversor en relación con las estructuras de tipo principal-subordinado y delimita el reparto de las obligaciones informativas entre la IIC principal y la IIC subordinada. También se regula la liquidación, fusión y escisión de las IIC.

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

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

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

Este Reglamento comunitario desarrolla la Directiva 2009/65, de 13 de julio, de instituciones de inversión colectiva, conforme a la cual la autorización de la comercialización de una IIC en otro Estado Miembro corresponde a la autoridad del Estado de origen. En particular, por medio de este reglamento se desarrolla el procedimiento de notificación de la comercialización de participaciones de IIC en un Estado Miembro de acogida y se fijan también procedimientos adicionales para fomentar la cooperación entre Estados Miembros en la supervisión de la actividad transfronteriza de las IIC.

#### **B.4 Normas internacionales de información financiera**

**Reglamento (UE) 243/2010 de la Comisión, de 23 de marzo**, que modifica el Reglamento (CE) 1126/2008, por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad, en lo que se refiere a las mejoras de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Esta norma incorpora al Derecho de la UE modificaciones de las NIIF publicadas por el IASB en el marco del procedimiento de mejora que emprende anualmente este organismo. Las modificaciones afectan a las siguientes normas: 1) NIIF 2, sobre pagos basados en acciones, en lo relativo a su ámbito de aplicación para mantener la

coherencia con lo dispuesto en la NIIF 3, sobre combinaciones de negocios; 2) NIIF 5, en lo que se refiere a la información a revelar sobre los activos no corrientes (o grupos enajenables de elementos) mantenidos para la venta y actividades interrumpidas; 3) NIIF 8, en lo que se refiere a la información a revelar sobre el valor de los activos y pasivos totales para cada segmento de explotación; 4) NIC 1, sobre presentación de estados financieros, en lo que se refiere a la clasificación de los pasivos como corrientes o no corrientes; 5) NIC 7, sobre el estado de flujos de efectivo, en lo que se refiere a la clasificación de un activo como actividad de inversión; 6) NIC 17, sobre arrendamientos, en particular sobre contratos de arrendamiento que incluyan componentes de edificios y de terrenos simultáneamente; 7) NIC 36, sobre deterioro del valor de los activos, en lo que respecta a las modalidades de los tests de deterioro del fondo de comercio; 8) NIC 38, sobre activos intangibles, con particular incidencia en la valoración de activos intangibles adquiridos como consecuencia de una combinación de negocios; 9) NIC 39, sobre reconocimiento y valoración de instrumentos financieros, en lo que se refiere a coberturas de flujos de efectivos y a derivados que dan lugar a una combinación de negocios; 10) Interpretación 9 del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera (CINIIF), relativa a la nueva evaluación de derivados implícitos, precisando la presente modificación el ámbito de aplicación de esta norma en relación con las combinaciones de negocio; y 11) Interpretación 16 del CINIIF, sobre coberturas de una inversión en un negocio en el extranjero.

**Reglamento (UE) n.º 244/2010 de la Comisión, de 23 de marzo**, que modifica el Reglamento (CE) n.º 1126/2008 por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que atañe a la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF) 2.

Esta norma incorpora al Derecho de la UE una modificación de la NIIF 2 relativa al tratamiento contable de las transacciones con acciones. Como regla general se establece que, en estas transacciones que incluyen pagos en acciones, si el valor razonable de las acciones entregadas por una de las partes es superior a la contraprestación recibida, deberá contabilizarse por la diferencia una contraprestación adicional aunque no sea identificable.

**Reglamento (UE) n.º 550/2010 de la Comisión, de 23 de junio**, que modifica el Reglamento (CE) n.º 1126/2008 por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF) 1.

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

**Reglamento (UE) n.º 574/2010 de la Comisión, de 30 de junio**, que modifica el Reglamento (CE) n.º 1126/2008 por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a las Normas Internacionales de Información Financiera 1 y 7.

Se modifica la NIIF 1, permitiendo que las entidades que adoptan por primera vez las normas internacionales de información financiera queden exentas de volver a

reflejar la información comparativa relativa a las valoraciones del valor razonable y el riesgo de liquidez.

**Reglamento (UE) 632/2010 de la Comisión, de 19 de julio**, 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 24 y a la Norma Internacional de Información Financiera 8.

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

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

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

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

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

## **B.5 Otras normas**

**Directiva 2010/76/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre**, por la que se modifican las directivas 2006/48 y 2006/49 en lo que respecta a los requisitos de capital de la cartera de negociación y de las retitulizaciones, y la supervisión de las políticas retributivas.

En virtud de esta norma, las entidades financieras deberán: 1) contar con más recursos financieros disponibles para cubrir los riesgos cuando inviertan en retitulizaciones; 2) comunicar más información sobre el riesgo que asumen frente a productos complejos; 3) evaluar de manera más apropiada los riesgos asociados a sus carteras de negociación para no verse obligados a vender cuando cae el mercado, y de ese modo agravar la situación al hacer caer todavía más los precios de mercado; y 4) establecer políticas retributivas que dejen de recompensar la asunción de riesgos excesivos por parte de sus directivos.



---

## Composición del Consejo de la CNMV a 30 de abril de 2011

<b>Presidente</b>	D. Julio Segura Sánchez
<b>Vicepresidente</b>	D. Fernando Restoy Lozano
<b>Consejeros</b>	Dña. Soledad Núñez Ramos
	D. Francisco Javier Aríztegui Yáñez
	Dña. Rosa Rodríguez Moreno <sup>1</sup>
	Dña. Ana Isabel Fernández Álvarez <sup>2</sup>
	D. Luis Pedroche y Rojo
<b>Secretario</b>	D. Alfonso Cárcamo Gil

---

## Composición del Comité Ejecutivo de la CNMV a 30 de abril de 2011<sup>3</sup>

<b>Presidente</b>	D. Julio Segura Sánchez
<b>Vicepresidente</b>	D. Fernando Restoy Lozano
<b>Consejeros</b>	Dña. Rosa Rodríguez Moreno
	Dña. Ana Isabel Fernández Álvarez
	D. Luis Pedroche y Rojo
<b>Secretario</b>	D. Alfonso Cárcamo Gil

---

1 Hasta el 6 de julio de 2010 (Orden EHA/1815/2010, BOE de 7 de julio de 2010).

2 Nominada por Orden EHA/1850/2010, de 9 de julio (BOE de 10 de julio de 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 2011<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
<b>Vocales</b>	
<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	D. Miguel Ángel Morro Martí
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>	
<i>País Vasco</i>	
Titular	Dña. Manuela Escribano Riego
Suplente	D. Miguel Bengoechea Romero
<i>Cataluña</i>	
Titular	D. Jordi Òliva Ritort
Suplente	D. Josep María Sánchez i Pascual
<i>Comunidad Valenciana</i>	
Titular	D. Jorge Vela Bargues
Suplente	D. Nicolás Jannone Bellot

# Organigrama de la CNMV

