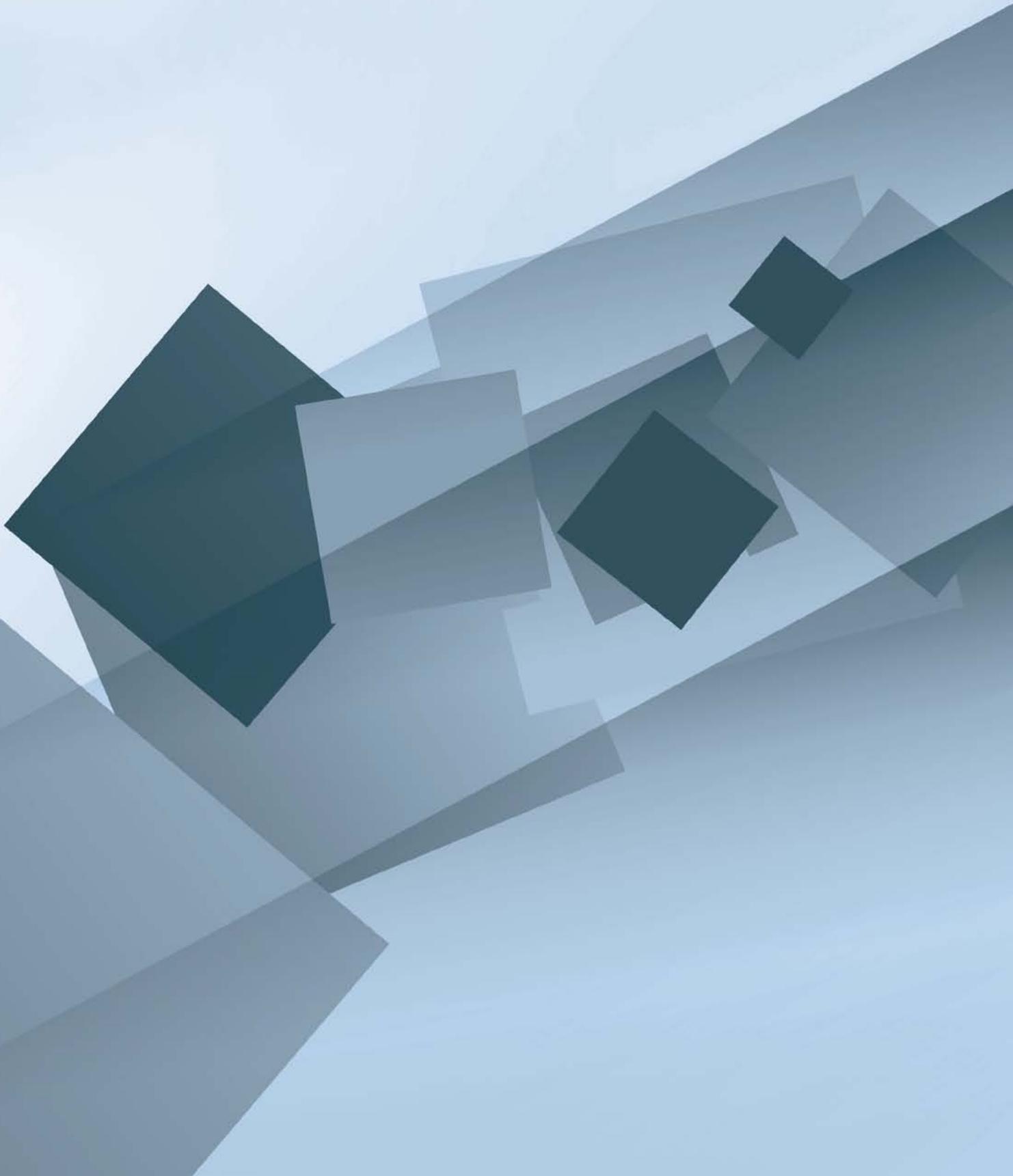




**BOLETÍN DE LA CNMV**  
Trimestre IV  
2011





**BOLETÍN DE LA CNMV**

**Trimestre IV  
2011**

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

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

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

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

ISSN (edición impresa): 1887-7044

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Depósito Legal: M-17779-2007

Maqueta: Composiciones Rali, S.A.

Imprime: Artegraf, S.A.

# Índice

<b>I Informe de coyuntura de mercados</b>	<b>9</b>
<b>II Informes y análisis</b>	<b>43</b>
Evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en el primer semestre de 2011 Carolina Moral y Javier Domínguez	45
Fondos cotizados: características y desarrollos recientes Carlos Aparicio Roqueiro y Fco. Javier González Pueyo	67
La educación financiera y su relevancia en las decisiones económicas: evidencia e iniciativas Anna Ispierto Maté e Isabel Oliver Yébenes	85
<b>III Novedades regulatorias</b>	<b>103</b>
La reforma del sistema español de compensación, liquidación y registro de valores Matías Nuño Cervero, Raúl Navarro Lozano y Bárbara Gullón Ojesto	105
Modificaciones de la Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva Adela Aguilar, Silvia García, María Dolores García, Jorge Medina y Marta Peláez	129
<b>IV Anexo legislativo</b>	<b>143</b>
<b>V Anexo estadístico</b>	<b>155</b>



## Abreviaturas

AAPP	Administraciones públicas
ABS	<i>Asset Backed Securities</i>
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
ANCV	Agencia Nacional de Codificación de Valores
ASCRI	Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo
AV	Agencia de valores
BCE	Banco Central Europeo
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BTA	Bono de titulización de activos
BTH	Bono de titulización hipotecaria
CADE	Central de Anotaciones de Deuda del Estado
CCAA	Comunidades Autónomas
CDS	<i>Credit Default Swaps</i>
CE	Comisión Europea
CEBS	Comité de Supervisores Bancarios Europeos / Committee of European Banking Supervisors
CEIOPS	Comité Europeo de Supervisores de Seguros y de Pensiones de Jubilación / Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors
CESFI	Comité de Estabilidad Financiera
CESR	Comité Europeo de Reguladores de Valores / Committee of European Securities Regulators
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSD	Depositorio central de valores / Central Securities Depository
EAFI	Empresa de asesoramiento financiero
EBA	Autoridad Bancaria Europea / European Banking Authority
ECA	Entidad de crédito y ahorro
ECR	Entidad de capital-riesgo
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación / European Insurance and Occupational Pensions Authority
ESI	Empresa de servicios de inversión
ETF	Fondo de inversión cotizado / <i>Exchange Traded Fund</i>
ESI	Empresa de servicios de inversión
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados / European Securities and Markets Authority
ESRB	Junta Europea de Riesgo Sistémico / European Systemic Risk Board
FI	Fondo de inversión de carácter financiero
FII	Fondo de inversión inmobiliaria
FIICIL	Fondo de instituciones de inversión colectiva de inversión libre
FIL	Fondo de inversión libre
FIM	Fondo de inversión mobiliaria
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera / Financial Stability Board
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
IAASB	International Auditing and Assurance Standards Board
IASB	International Accounting Standards Board
IIC	Institución de inversión colectiva
IICIL	Institución de inversión colectiva de inversión libre
IIMV	Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores / International Organization of Securities Commissions

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

## I Informe de coyuntura de mercados (\*)

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



# 1 Panorámica general

El entorno macroeconómico internacional de los últimos meses ha estado caracterizado por una desaceleración notable del crecimiento de la actividad mundial, incluso en las economías emergentes, que, de acuerdo con las previsiones más recientes de los diversos organismos internacionales de referencia, continuará a corto plazo. En este marco de mayor debilidad de la actividad y de relajación de las presiones inflacionistas, el tono de la política monetaria de las principales áreas económicas continuó siendo claramente expansivo, e incluso algunos bancos centrales redujeron sus tipos de interés de referencia. Los mercados financieros internacionales han vivido un nuevo periodo de recrudecimiento de las tensiones asociadas a la crisis de deuda soberana europea, aunque sus efectos se atenuaron en los últimos días del año<sup>1</sup>.

Los mercados internacionales de renta variable, que habían comenzado el año con revalorizaciones de cierta intensidad, en línea con las buenas perspectivas que existían entonces en torno al avance de la economía mundial, cambiaron de rumbo progresivamente a lo largo del año, dejando pérdidas acumuladas en el conjunto de 2011 superiores al 14% en la mayor parte de las plazas de referencia. La volatilidad de los mercados se incrementó hasta valores superiores al 30%, dependiendo del índice, claramente por encima de los promedios históricos, pero en unos niveles inferiores a los de episodios anteriores de crisis en los mercados de deuda soberana europea. Las cotizaciones de las entidades financieras, particularmente en Europa, sufrieron con especial intensidad los efectos de las turbulencias.

En los mercados de deuda, en la última parte del año se prolongó la tendencia descendente de los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública de EE.UU., Reino Unido y Alemania hasta niveles próximos al 2%, al mismo tiempo que los tipos crecían en un conjunto cada vez más amplio de países. De hecho, uno de los efectos más destacables del último episodio de crisis de deuda soberana europea ha sido el contagio de las tensiones a algunas economías que hasta este momento no se habían visto afectadas significativamente. En el conjunto de 2011, las emisiones de deuda a nivel internacional experimentaron un notable descenso, concentrándose la mayor parte de la actividad emisora en la deuda soberana.

En los mercados de cambios, el euro se depreció de forma notable respecto a otras divisas de referencia en la segunda mitad del año, aunque de manera irregular, como consecuencia de la inestabilidad originada por la prolongada crisis de deuda en la zona. Desde los meses centrales de 2011, el tipo de cambio del euro frente al dólar y frente al yen se depreció en un 10% y un 14% respectivamente, hasta valores cercanos a 1,30 dólares por euro y a 100 yenes por euro.

---

1 La fecha de cierre de este informe es el 30 de diciembre.

En España, los datos correspondientes al tercer trimestre de 2011 confirmaron la desaceleración de la economía doméstica, al presentar una variación nula del PIB, frente a los avances del 0,4% y 0,2% en el primer y segundo trimestre del año, respectivamente. En el conjunto de 2011, el avance interanual del PIB durante los tres primeros trimestres ascendió al 0,8%. Este avance se basó, fundamentalmente, en la aportación del sector exterior. En la zona del euro también se produjo una desaceleración notable de la actividad a lo largo del año que, no obstante, avanzó a un ritmo superior. En concreto, en el tercer trimestre el PIB del área creció un 0,2% trimestral (1,4% en tasa interanual). Por su parte, la inflación inició una tendencia descendente en primavera desde valores máximos del 3,8% en abril hasta el 2,4% en diciembre<sup>2</sup>. Al mismo tiempo, la tasa subyacente se mantuvo relativamente estable en este periodo en torno a un 1,6%. La evolución de las finanzas públicas a lo largo del año, aunque con resultados desiguales entre las diferentes administraciones, indica que, en general, se mantiene el proceso de consolidación fiscal iniciado en 2010.

Los mercados de renta fija domésticos continuaron sufriendo los efectos del nuevo episodio de crisis de deuda soberana a lo largo del segundo semestre del año. La percepción del riesgo vinculado a la deuda pública española, que había mejorado en los primeros meses de 2011, empeoró sensiblemente a partir de los meses centrales del año para, posteriormente, mostrar un tono más positivo en las últimas semanas del mismo. Así, el diferencial de tipos de interés entre la deuda pública española y la alemana a diez años descendía desde niveles próximos a los 470 puntos básicos (en adelante p.b.) alcanzados a finales de noviembre hasta valores en torno a 350 p.b. a finales de diciembre. En este difícil contexto, durante buena parte de la segunda mitad del año se produjo un notable retroceso en el volumen de las emisiones de instrumentos de renta fija corporativa con menores garantías, como los bonos simples. No obstante, el volumen total de emisiones de renta fija registradas en la CNMV creció un 27,8% en 2011 con respecto al año anterior, hasta situarse cerca de los 289 mil millones de euros. Este aumento se debió, principalmente, al fuerte avance de las emisiones de cédulas hipotecarias y territoriales y, en menor medida, de los bonos de titulización y pagarés.

Los mercados de renta variable domésticos también se vieron afectados por el incremento generalizado de la volatilidad en los mercados financieros internacionales en el segundo semestre de 2011. Después de un descenso del 17,5% en el tercer trimestre, el Ibex 35 creció un 0,2% en el cuarto. Así, en el conjunto del año, el Ibex 35 retrocedió un 13,1% (-17,4% en 2010). La volatilidad implícita del mercado se redujo en el último trimestre del año respecto al tercero, cuando alcanzó niveles similares a los del segundo trimestre de 2010, coincidiendo con el primer episodio de la crisis de deuda soberana griega. Por su parte, la liquidez del mercado se deterioró hasta los niveles del primer trimestre de 2009. En estas condiciones tan adversas apenas se registraron emisiones de renta variable desde agosto, aunque en el conjunto del año el importe total emitido aumentó un 2,7% con respecto al ejercicio precedente. Al mismo tiempo, la contratación se mostró más débil que en la primera parte del año, tras el fuerte repunte experimentado en 2010.

---

2 Según el valor adelantado del INE.

	I-11	II-11	III-11	IV-11
<b>Tipos de interés a corto plazo (%)<sup>1</sup></b>				
Tipo de interés oficial	1,00	1,25	1,50	1,00
Euribor 3 meses	1,18	1,49	1,54	1,43
Euribor 12 meses	1,92	2,14	2,07	2,00
<b>Tipos de cambio<sup>2</sup></b>				
Dólar / euro	1,42	1,45	1,35	1,29
Yen / euro	117,6	116,3	103,8	100,2
<b>Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo<sup>3</sup></b>				
Zona del euro				
3 años	1,82	1,69	0,51	0,41
5 años	2,53	2,20	1,00	0,92
10 años	3,24	2,98	1,87	1,99
EE.UU.				
3 años	1,15	0,70	0,35	0,38
5 años	2,10	1,57	0,89	0,88
10 años	3,41	2,99	1,96	1,97
<b>Primas de riesgo de la deuda privada: diferencial respecto a la deuda pública a 10 años (p.b.)<sup>3</sup></b>				
Zona del euro				
<i>High yield</i>	388	413	703	739
BBB	151	152	291	287
AAA	23	5	-12	-22
EE.UU.				
<i>High yield</i>	400	457	692	683
BBB	122	134	240	261
AAA	46	49	79	98
<b>Mercados de renta variable</b>				
Rentabilidad de los principales índices bursátiles internacionales (%) <sup>4</sup>				
Euro Stoxx 50	4,2	-2,1	-23,5	6,3
Dow Jones	6,4	0,8	-12,1	12,0
Nikkei	-4,6	0,6	-11,4	-2,8
Rentabilidad de otros índices (%)				
Merval (Argentina)	-3,8	-0,8	-26,7	0,0
Bovespa (Brasil)	-1,0	-9,0	-16,2	8,5
Shangai Comp. (China)	4,3	-5,7	-14,6	-6,8
BSE (India)	-5,4	-2,9	-12,1	-8,0
Mercado bursátil español				
Rentabilidad del Ibex 35 (%)	7,3	-2,0	-17,5	0,2
PER del Ibex 35 <sup>5</sup>	10,4	9,8	8,3	9,1
Volatilidad del Ibex 35 (%) <sup>6</sup>	26,8	21,9	41,2	36,2
Contratación en el SIBE <sup>7</sup>	3.844	3.821	3.531	3.202

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

- 1 Promedio mensual de datos diarios. El tipo de interés oficial corresponde al tipo marginal de la subasta semanal en el último día del periodo.
- 2 Datos a final de periodo. Los datos del cuarto trimestre de 2011 corresponden al 30 de diciembre.
- 3 Promedio mensual de datos diarios.
- 4 Se ofrecen las rentabilidades trimestrales acumuladas en cada periodo.
- 5 Ratio precio-beneficios (*price earning ratio*).
- 6 Volatilidad implícita *at-the-money* (ATM) del primer vencimiento a final del periodo. Media aritmética del trimestre.
- 7 Promedio diario, en millones de euros.

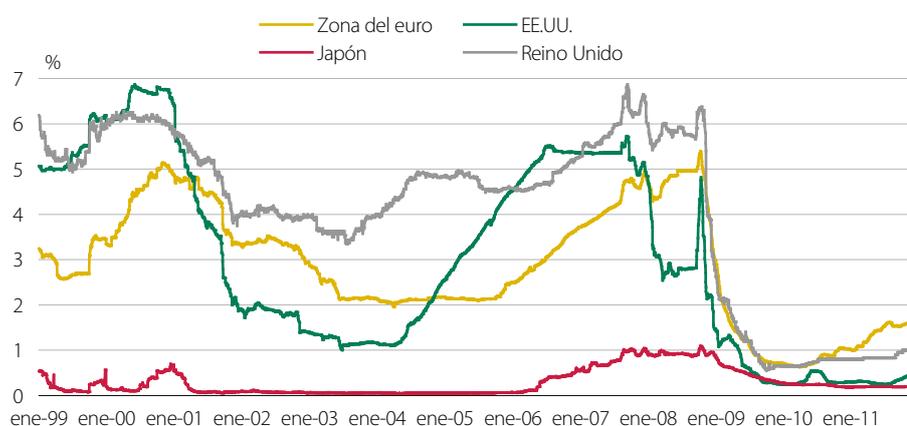
## 2 Entorno financiero exterior

### 2.1 Tipos de interés a corto plazo

Como se puede observar en el gráfico 1, al cierre de 2011, los tipos de interés del mercado interbancario de las principales economías avanzadas se mantenían en niveles muy reducidos en términos históricos, a pesar de que habían mostrado una leve tendencia alcista a lo largo del mismo, excepto en Japón, donde se mantuvieron prácticamente constantes. En EE.UU. y en el Reino Unido, los tipos de interés a corto plazo se mantuvieron estables en el primer semestre de 2011 y tendieron a repuntar moderadamente en los últimos meses del año (véase cuadro 2). Por el contrario, en la zona del euro el incremento de los tipos de interés fue más intenso en la primera mitad del año, cuando los tipos de interés del mercado interbancario aumentaron 47 p.b. en el plazo de tres meses y 62 p.b. en el de doce meses, anticipando el cambio en el tono de la política monetaria de la zona, que finalmente tuvo lugar tras la decisión del BCE de incrementar dos veces el tipo de interés oficial en 25 p.b. en abril y julio, hasta situarse en el 1,5%. En la parte final del año, el descenso de las presiones inflacionistas, junto con el debilitamiento de la actividad económica de la zona, propició un cambio en el rumbo de la política monetaria del BCE que, tras dos movimientos bajistas, dejó el tipo de interés oficial nuevamente en el 1% a finales de 2011<sup>3</sup>.

Tipos de interés a tres meses

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

- 3 Asimismo, en el último trimestre del año, los bancos centrales más importantes siguieron adoptando diversas medidas extraordinarias de política monetaria. Así, el BCE inició un nuevo programa de compra de bonos garantizados en noviembre y en diciembre adoptó varias medidas de aplicación transitoria, entre las que destacan la realización de dos operaciones de financiación a un plazo más largo, con vencimiento a tres años, y la ampliación del colateral elegible en las operaciones de financiación a determinados bonos de titulización, entre otros. Estas medidas se unen a la acción coordinada del BCE, la Reserva Federal de EE.UU., el Banco de Inglaterra, el Banco de Suiza, el Banco de Japón y el Banco de Canadá para garantizar la provisión de liquidez en cualquiera de las divisas de estas jurisdicciones. Por su parte, el Banco de Inglaterra amplió en octubre el programa de compra de deuda pública en 75 mil millones de libras hasta los 275 mil millones y el Banco de Japón expandió también en octubre el programa de compra de activos de 15 a 20 billones de yenes. A su vez, la Reserva Federal de EE.UU. anunció en septiembre el mantenimiento del programa de ampliación del vencimiento medio de sus activos y de la política de reinversión de los pagos de principal de sus tenencias de deuda pública y de titulizaciones de agencias en este último tipo de valores.

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

CUADRO 2

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	mar-11	jun-11	sep-11	dic-11
<b>Zona del euro</b>								
Oficial <sup>2</sup>	4,00	2,50	1,00	1,00	1,00	1,25	1,50	1,00
3 meses	4,84	3,27	0,71	1,02	1,18	1,49	1,54	1,43
6 meses	4,81	3,34	1,00	1,25	1,48	1,75	1,74	1,67
12 meses	4,79	3,43	1,24	1,53	1,92	2,14	2,07	2,00
<b>EE.UU.</b>								
Oficial <sup>3</sup>	4,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3 meses	4,97	1,80	0,25	0,30	0,31	0,25	0,35	0,56
6 meses	4,82	2,15	0,45	0,46	0,46	0,40	0,52	0,78
12 meses	4,42	2,36	1,00	0,78	0,78	0,73	0,83	1,10
<b>Reino Unido</b>								
Oficial	5,00	2,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
3 meses	5,26	2,99	0,65	0,80	0,83	0,83	0,95	1,05
6 meses	5,34	3,12	0,95	1,05	1,15	1,13	1,20	1,40
12 meses	5,47	3,25	1,45	1,50	1,62	1,60	1,70	1,90
<b>Japón</b>								
Oficial <sup>4</sup>	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
3 meses	0,98	0,91	0,28	0,18	0,20	0,20	0,19	0,20
6 meses	1,03	1,01	0,48	0,35	0,35	0,34	0,33	0,34
12 meses	1,10	1,12	0,70	0,57	0,57	0,56	0,55	0,55

Fuente: Thomson Datastream.

- 1 Promedio mensual de datos diarios, excepto los tipos oficiales que corresponden al último día del periodo.
- 2 Tipo mínimo de puja de la subasta semanal.
- 3 Tipo de los fondos federales.
- 4 Tipo de la política monetaria.

Por su parte, los diferenciales de los tipos de interés entre las operaciones depo y repo del mercado interbancario en la zona del euro y en EE.UU. se incrementaron desde el mes de abril, aunque de forma más intensa en Europa (véase panel izquierdo del gráfico 2). Este diferencial, que al cierre del año era cercano a los 120 p.b. en el plazo de tres meses, no alcanzó el máximo registrado tras la quiebra de Lehman Brothers (182 p.b.), pero se situó en un nivel que no se observaba desde diciembre de 2008.

La financiación (neta de depósitos) que obtuvieron las entidades financieras de la zona del euro por parte del Eurosistema continuó descendiendo hasta superar los 300 mil millones de euros a principios de diciembre, un volumen similar al observado en 2004 y sustancialmente inferior a los máximos de 2009 (superiores a 600 mil millones de euros). Sin embargo, a finales de diciembre, el BCE llevó a cabo la primera de dos subastas previstas a 36 meses, en la que adjudicó un importe de 489 mil millones de euros entre las entidades financieras de la zona. Al mismo tiempo, se incrementó de forma notable el recurso a la facilidad de depósito, cuyo saldo superaba los 340 mil millones a finales de diciembre y elevó el valor del préstamo neto

del BCE a las entidades del Eurosistema hasta alcanzar los 450 mil millones de euros el 30 de diciembre (véanse las series de medias móviles de cuatro semanas de estas magnitudes en el panel derecho del gráfico 2).

### Spreads del mercado interbancario y financiación del Eurosistema

GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream y BCE. Datos de *spreads* hasta el 30 de diciembre. Los datos del Eurosistema corresponden a medias móviles de cuatro semanas a partir de la información procedente de sus estados financieros consolidados con una periodicidad semanal, siendo el último dato disponible del 30 de diciembre.

Las expectativas sobre los tipos de interés oficiales a corto plazo apuntaban a mediados de diciembre de 2011 hacia un nuevo descenso de 25 p.b. en los tipos de la zona del euro en el primer trimestre de 2012, mientras que, en línea con estas expectativas, los tipos se mantendrían estables en EE.UU. En el plazo de un año, los niveles de los tipos de interés *forward* señalaban hacia una prolongación de la tendencia a la baja de los tipos de interés en la zona del euro y hacia una ligera alza de los mismos en EE.UU. (véase cuadro 3).

### Tipos de interés *forward* (FRA) a tres meses<sup>1</sup> (%)

CUADRO 3

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	mar-11	jun-11	sep-11	dic-11
<b>Zona del euro</b>								
Contado	4,68	2,89	0,70	1,01	1,24	1,55	1,55	1,36
FRA 3x6	4,52	2,17	0,82	1,04	1,58	1,76	1,23	1,06
FRA 6x9	4,42	1,97	1,21	1,13	1,88	1,88	1,15	0,93
FRA 9x12	4,33	2,13	1,61	1,23	2,12	1,98	1,10	0,90
FRA 12x15	4,30	2,22	1,90	1,34	2,35	2,05	1,10	0,91
<b>EE.UU.</b>								
Contado	4,70	1,43	0,25	0,30	0,30	0,25	0,37	0,58
FRA 3x6	4,15	1,07	0,42	0,39	0,38	0,35	0,54	0,65
FRA 6x9	3,69	1,16	0,77	0,47	0,48	0,44	0,59	0,71
FRA 9x12	3,45	1,29	1,23	0,61	0,65	0,51	0,59	0,75
FRA 12x15	3,36	1,45	1,59	0,78	0,90	0,66	0,58	0,75

Fuente: Thomson Datastream.

<sup>1</sup> Datos a final de periodo.

## 2.2 Tipos de cambio

En los mercados de divisas el euro se depreció de forma notable respecto a las principales divisas en el segundo semestre de 2011. Así, desde los meses centrales del año, el tipo de cambio del euro frente al dólar y frente al yen cayó en un 10% y un 14%, respectivamente, hasta valores de 1,29 dólares por euro y de 100 yenes por euro. La moneda europea únicamente se revalorizó temporalmente en octubre.

Tipo de cambio dólar/euro y yen/euro

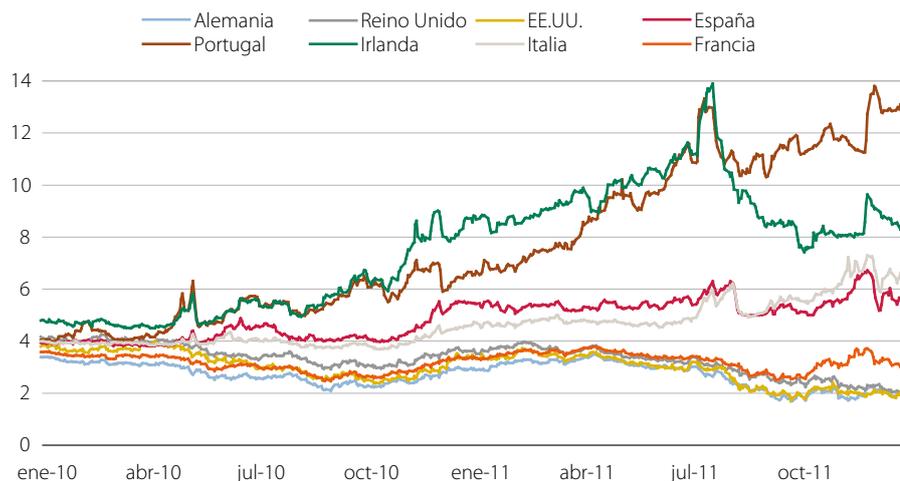
GRÁFICO 3



Fuente: Thomson Datastream.

## 2.3 Tipos de interés a largo plazo

La tendencia de los tipos de interés a largo plazo de las principales economías avanzadas en la segunda mitad de 2011 siguió mostrando pautas diferentes entre el conjunto formado por aquellas referencias percibidas como más sólidas (EE.UU., Alemania y Reino Unido) y otras economías en las que se atisbaban mayores elementos de fragilidad. Así, los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo de las primeras descendieron desde niveles superiores al 3% a mediados de año hasta niveles próximos, o incluso inferiores, al 2%. Por el contrario, los tipos de interés para la mayor parte de las economías de la zona del euro mostraron una tendencia creciente que solo fue interrumpida de manera perceptible en dos momentos. El primero de ellos fue en agosto, como resultado de las compras de deuda pública europea en los mercados secundarios por parte del BCE. El segundo se produjo en el último mes del año, cuando el mercado anticipó la posibilidad de alcanzar un acuerdo a gran escala en el marco de la UE para solucionar los problemas asociados a la crisis de la deuda. No obstante, este acuerdo, en el que un grupo amplio de países decidió avanzar en la unión fiscal de la zona, tuvo un efecto modesto. De hecho, los tipos de interés a largo plazo de la deuda en varios de estos países finalizaron el año en valores próximos a los máximos de la última década (véase gráfico 4).



Fuente: Thomson Datastream.

Como se observa en el cuadro 4, los tipos de interés de la deuda pública a tres, cinco y diez años de EE.UU., del Reino Unido y de la zona del euro descendieron notablemente a partir del segundo trimestre de 2011<sup>4</sup>. Así, en el plazo a diez años, este descenso fue de unos 100 p.b. Tras un comienzo de año en el que las perspectivas económicas eran moderadamente optimistas, lo que favoreció la tendencia alcista de los tipos de interés, el agravamiento desde abril de la crisis de deuda soberana europea, que acentuó el papel de algunos de estos instrumentos como activo refugio, y el notable empeoramiento de las perspectivas de crecimiento de la actividad que se produjo a mediados de año propiciaron estos descensos. En Japón, los tipos de la deuda pública a largo plazo también descendieron en 2011, pero de forma mucho menos intensa (entre 7 y 18 p.b. dependiendo del plazo), con unos niveles de partida mucho más reducidos. Al cierre de 2011, el tipo de interés de la deuda pública a diez años de EE.UU. se situaba en el 1,9%, en el Reino Unido en el 2,0% y en Japón en el 1,0%.

Las primas de riesgo soberano de las diferentes economías europeas, que se habían reducido con cierta intensidad en el primer trimestre del año, prácticamente no dejaron de crecer desde el segundo trimestre, tras el agravamiento de la crisis de la deuda originado por la solicitud de ayuda financiera a la UE y al FMI por parte de Portugal y por la intensificación de las dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas griegas. Como se observa en el panel derecho del gráfico 5, el elemento distintivo de este episodio reciente de la crisis de deuda es la extensión de las tensiones a otras economías europeas que hasta entonces no se habían visto afectadas de forma sustancial. En efecto, desde los primeros días de abril hasta finales de diciembre, se produjo un aumento notable en las primas de riesgo de crédito soberano de varios países europeos que, hasta ese momento, no se habían visto afectados de manera tan significativa. Este fue el caso de Italia, con un incremento en la prima de riesgo soberano de 141 p.b., hasta los 485 p.b.; España, con un incremento de 227 p.b. hasta los 379 p.b.; Bélgica, con un aumento de 132 p.b. hasta los 309 p.b.; y Francia, con un aumento de 72 p.b. hasta los 217 p.b. Como se ha señalado anteriormente, en los últimos días del año se observó una cierta relajación en estas primas de riesgo.

4 La referencia para la zona del euro se corresponde con el índice sintético de Datastream.

## Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo<sup>1</sup> (%)

CUADRO 4

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	mar-11	jun-11	sep-11	dic-11
<b>Zona del euro</b>								
3 años	3,96	2,07	1,55	1,16	1,82	1,69	0,51	0,41
5 años	4,04	2,50	2,27	1,91	2,53	2,20	1,00	0,92
10 años	4,27	3,04	3,22	2,90	3,24	2,98	1,87	1,99
<b>EE.UU.</b>								
3 años	3,12	1,07	1,37	0,98	1,15	0,70	0,35	0,38
5 años	3,49	1,51	2,33	1,92	2,10	1,57	0,89	0,88
10 años	4,10	2,40	3,59	3,29	3,41	2,99	1,96	1,97
<b>Reino Unido</b>								
3 años	4,48	2,60	1,67	1,14	1,76	1,18	0,65	0,55
5 años	4,61	2,80	2,69	2,07	2,56	1,99	1,22	0,82
10 años	4,63	3,33	3,94	3,61	3,63	3,25	2,48	2,12
<b>Japón</b>								
3 años	0,78	0,60	0,21	0,25	0,28	0,21	0,17	0,18
5 años	1,04	0,80	0,47	0,46	0,50	0,41	0,34	0,34
10 años	1,53	1,31	1,26	1,18	1,24	1,13	1,00	1,00

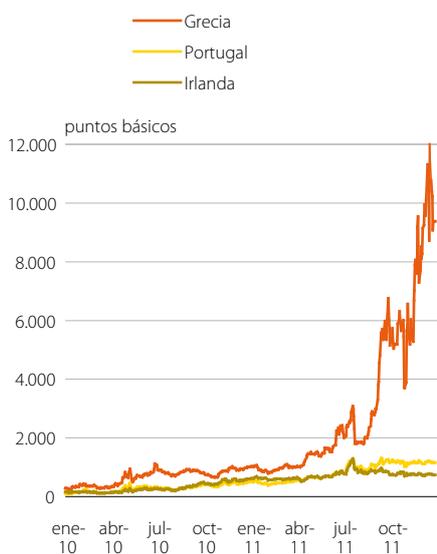
Fuente: Thomson Datastream.

1 Promedio mensual de datos diarios.

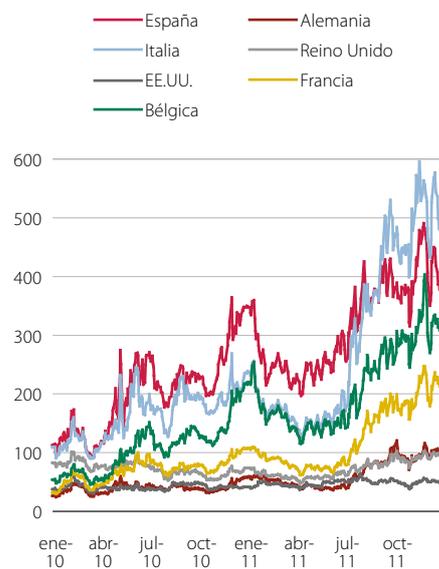
## Primas de riesgo de crédito de la deuda pública, CDS a cinco años

GRÁFICO 5

### Economías que han recibido asistencia financiera



### Otras economías



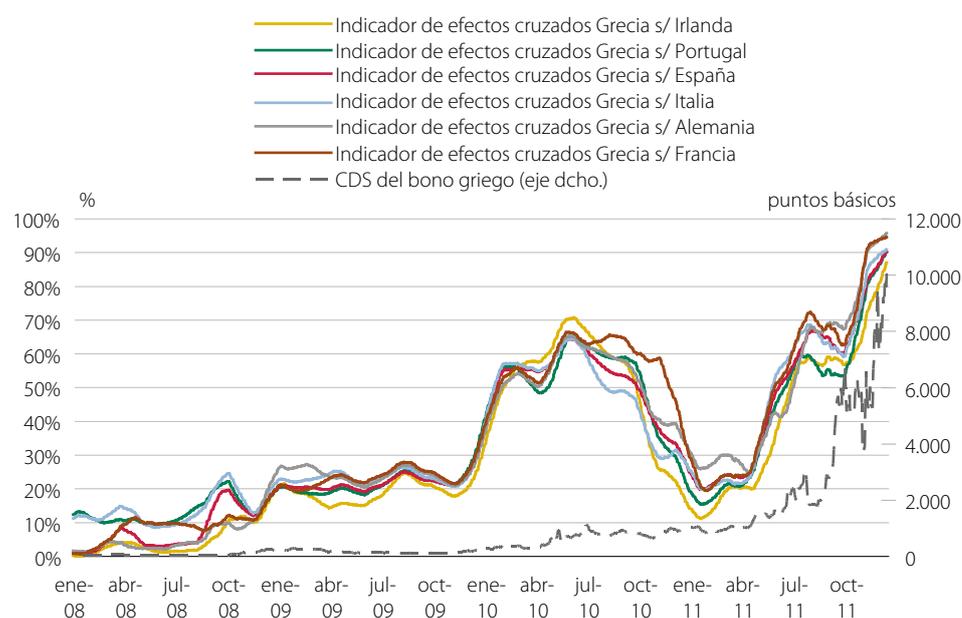
Fuente: Thomson Datastream.

En este contexto, los indicadores de efectos cruzados entre los CDS soberanos europeos mostraban en el último trimestre del año que el factor común presente en estos mercados, asociable a un riesgo sistémico y que parece estar capturando en

gran medida el CDS soberano griego, continúa siendo muy elevado. Así, a finales de 2011, cerca de un 90% de las variaciones no predecibles de las primas de los CDS de Italia, España, Francia o Bélgica podía explicarse, de acuerdo a este indicador, a partir de cambios contemporáneos en el riesgo de crédito de Grecia. Esto es, los *shocks* al riesgo de crédito heleno, bien fuera por su efecto directo sobre otros países (contagio «puro») o bien porque capturasen con mayor prontitud el efecto de algún otro factor de riesgo sistémico que afectase de manera conjunta a un grupo amplio de economías europeas, tenían en esos momentos un poder explicativo muy potente sobre los cambios registrados en los CDS de los demás países europeos.

### Deuda griega y riesgo sistémico en los mercados de deuda soberana europea<sup>1</sup>

GRÁFICO 6



Fuente: CNMV.

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

Las turbulencias de la crisis de deuda también influyeron de forma considerable en las entidades financieras europeas como consecuencia de su elevada exposición a la deuda pública de las economías de la zona del euro más afectadas. La incertidumbre existente sobre el verdadero grado de exposición y la posibilidad de que estas entidades tuvieran que asumir una quita en sus tenencias de deuda griega elevó sustancialmente sus primas de riesgo, aunque posteriormente estos diferenciales se redujeron, coincidiendo con la adopción de las medidas extraordinarias de provisión de liquidez señaladas antes que tomó el BCE (véase gráfico 7).

El fuerte encarecimiento de la financiación en los mercados internacionales de deuda dio lugar a una fuerte contracción en los volúmenes de deuda emitidos por el sector de las entidades de crédito (véase gráfico 8). De hecho, desde mediados de año,

las emisiones netas de estas entidades han sido negativas, es decir, el volumen de vencimientos de deuda ha sido superior al de las emisiones.

En el sector corporativo privado también se observaron incrementos notables en las primas de riesgo desde el segundo trimestre de 2011, especialmente en aquellos emisores de menor calidad crediticia. Con todo, estas primas de riesgo fueron sustancialmente inferiores a las observadas a finales de 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers (véase cuadro 5). En este marco de encarecimiento de la financiación, el volumen de emisiones internacionales netas de renta fija, que siguió concentrándose mayoritariamente en títulos de deuda soberana (cerca del 70% del total en 2011), experimentó un retroceso significativo en el conjunto del año. Como se observa en el segundo panel del gráfico 8, el descenso de las emisiones se produjo principalmente en Europa.

**Primas de riesgo de crédito del sector bancario, CDS a cinco años**

GRÁFICO 7



Fuente: Thomson Datastream, índices elaborados por CMA.

**Primas de riesgo de la deuda privada<sup>1</sup>**

CUADRO 5

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

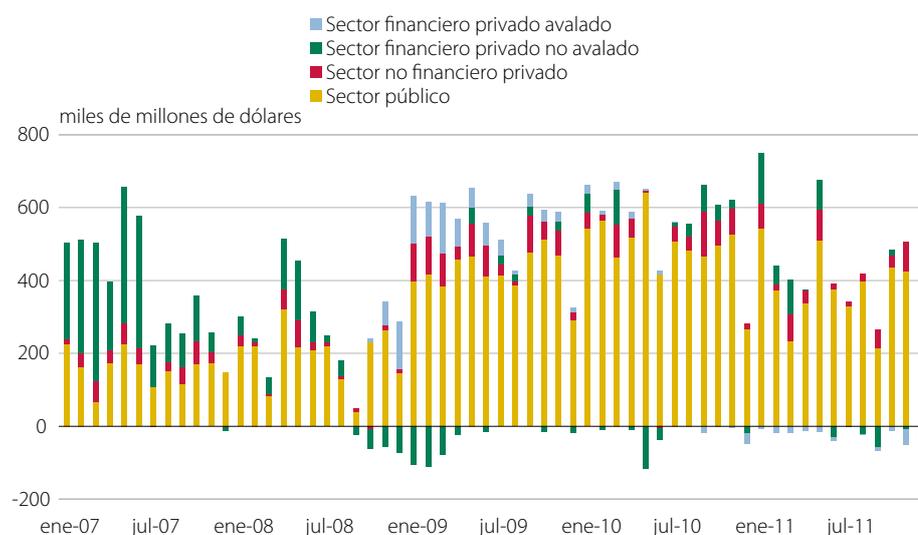
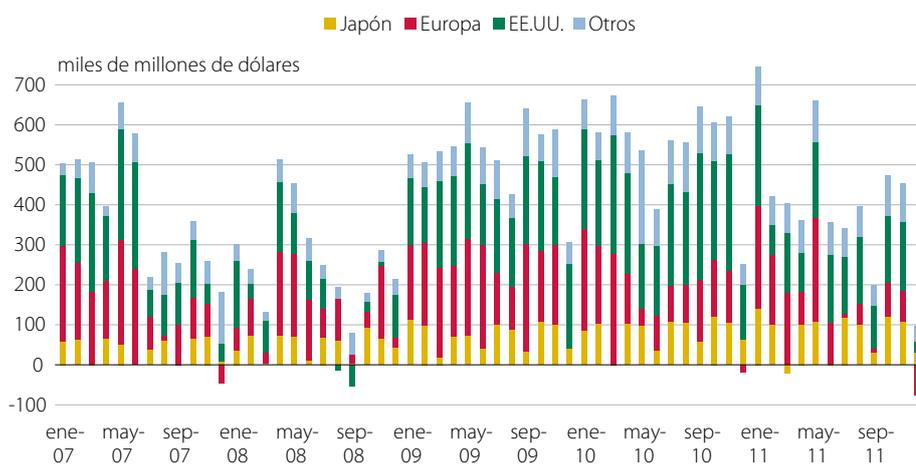
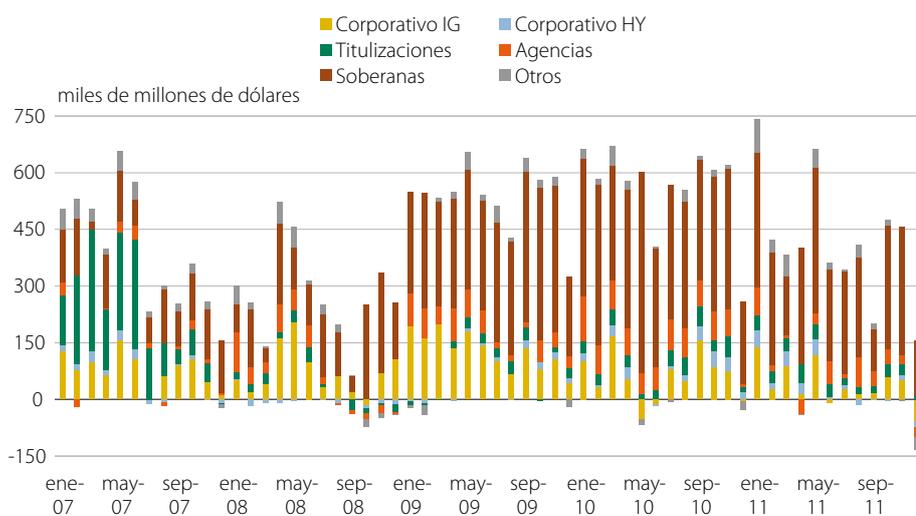
	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	mar-11	jun-11	sep-11	dic-11
<b>Zona del euro</b>								
<i>High yield</i>	462	2.181	714	462	388	413	703	739
BBB	163	621	242	170	151	152	291	287
AAA	82	160	28	14	23	5	-12	-22
<b>EE.UU.</b>								
<i>High yield</i>	541	1.923	582	461	400	457	692	683
BBB	222	737	189	145	122	134	240	261
AAA	105	315	51	37	46	49	79	98

Fuente: Thomson Datastream.

<sup>1</sup> Promedio mensual de datos diarios.

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

GRÁFICO 8



Fuente: Dealogic. Datos a 30 de diciembre de 2011.

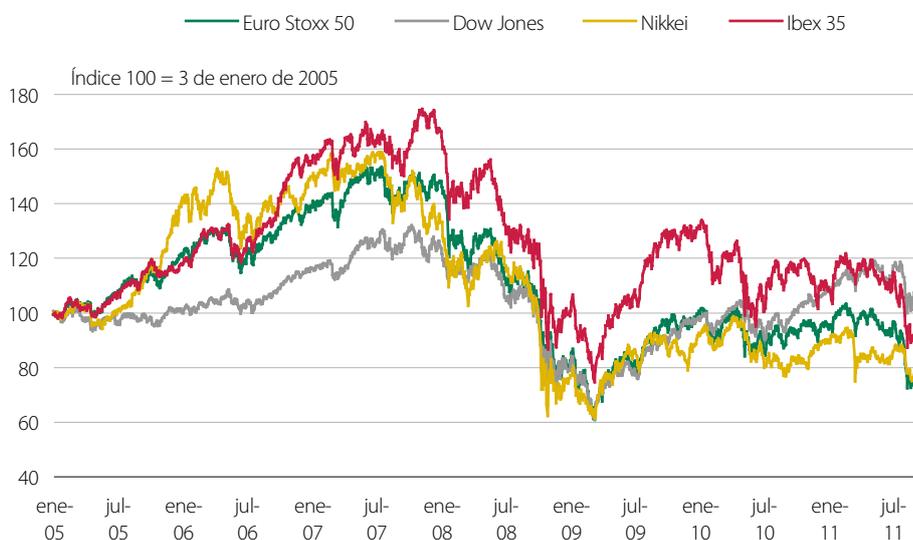
## 2.4 Las bolsas internacionales

Tras un tercer trimestre de fuertes retrocesos en las cotizaciones bursátiles, se observaron revalorizaciones de cierta cuantía en casi todas las bolsas de referencia en el cuarto trimestre del año, salvo en las bolsas japonesas y en algunas europeas. Las mayores subidas de precios —cercanas al 10%— se produjeron en las bolsas estadounidenses. En las bolsas europeas, los avances más importantes se registraron en el índice alemán (7,2%) y en el Eurostoxx 50 (6,1%). El resto de las plazas europeas de referencia presentaron avances modestos (véanse gráfico 9 y cuadro 6).

La mayor parte de las bolsas comenzaron el año con incrementos de los precios, en línea con las buenas perspectivas económicas que existían en esos momentos. A partir del segundo trimestre del año, el nuevo episodio de turbulencias en la zona del euro, tras la petición de ayuda financiera por parte de Portugal y la intensificación de las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública griega, junto con el notable empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas a escala mundial, dieron lugar a caídas de precios, que fueron más severas a lo largo del tercer trimestre. La evolución ligeramente favorable del último trimestre no fue suficiente para compensar las pérdidas acumuladas hasta entonces. Así, en el conjunto del año, todos los índices europeos de renta variable de referencia experimentaron caídas superiores al 14%, mientras que el índice británico FTSE 100 disminuyó en un 5,6% y el DJIA estadounidense se revalorizó un 5,5%.

### Evolución de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream.

En este marco, la volatilidad de los mercados de renta variable, que, en general, se había mantenido en niveles reducidos a lo largo de los primeros meses del año, se fue incrementando progresivamente en la segunda mitad del año, hasta alcanzar tasas de entre el 30% y 40%, según el índice. Estos niveles son inferiores a los observados en otros momentos de turbulencias, pero sustancialmente superiores a los respectivos promedios históricos (cercanos al 20%). La volatilidad de las bolsas europeas se situó en el rango superior de los valores observados (véase gráfico 10).

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

CUADRO 6

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

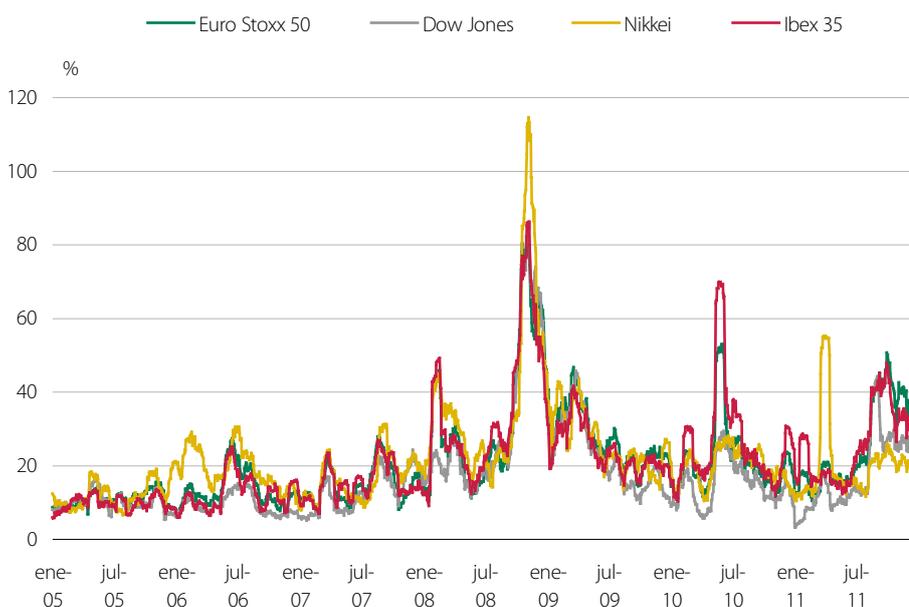
Fuente: Datastream.

1 En moneda local.

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

## Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 10



Fuente: Thomson Datastream.

Las rentabilidades por dividendo de los principales índices internacionales de renta variable, que se habían incrementado ligeramente en la primera mitad de 2011, prolongaron el alza en el tercer trimestre, pero retrocedieron en el tramo final del año. Los índices estadounidense y japonés continuaron mostrando las rentabilidades por dividendo más reducidas, con valores cercanos al 2,5%, mientras que la de los índices europeos fue superior (véase cuadro 7).

### Rentabilidad por dividendo de los principales índices bursátiles (%)

CUADRO 7

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

Fuente: Thomson Datastream.

Las ratios de precio sobre beneficio (PER) de los principales índices de renta variable, que habían descendido hasta septiembre, repuntaron ligeramente en los últimos meses del año como consecuencia de las revalorizaciones en este periodo. Con todo, los niveles del PER, como se observa en el gráfico 11, se situaron nuevamente en los mínimos de las últimas dos décadas, cercanos a 8 o 9 veces en el caso de los índices europeos y a 11 veces en el de los índices estadounidense y japonés.

### PER<sup>1</sup> de los principales índices bursátiles

CUADRO 8

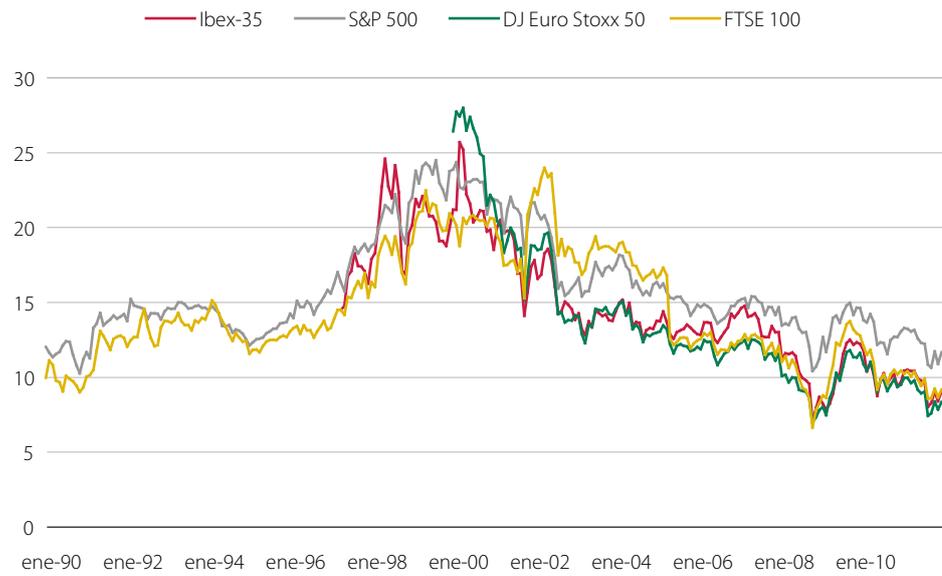
	2006	2007	2008	2009	2010	mar-11	jun-11	sep-11	dic-11
S&P 500	15,1	14,7	11,3	14,6	13,1	13,1	12,4	10,7	11,7
Topix	17,8	15,1	15,6	19,3	13,6	12,0	12,8	11,4	11,4
Euro Stoxx 50	12,2	11,6	7,8	11,5	9,5	9,6	8,9	7,6	8,4
Euronext 100	12,9	12,3	8,3	12,7	10,6	10,6	10,0	8,6	9,2
FTSE 100	12,4	12,1	8,3	12,5	10,5	10,1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

Fuente: Thomson Datastream.

1 Los beneficios por acción del denominador de esta ratio están basados en previsiones a 12 meses.

## PER<sup>1</sup> de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 11

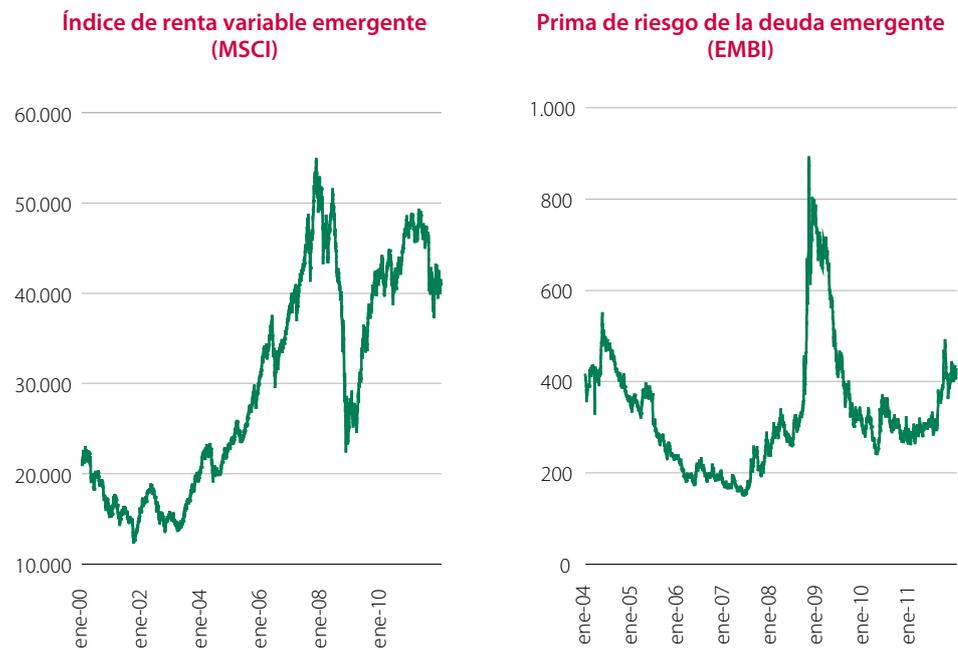


Fuente: Thomson Datastream. Datos para la última sesión de cada mes.

1 Los beneficios por acción del denominador de esta ratio están basados en previsiones a 12 meses.

## Valoración del riesgo en las economías emergentes

GRÁFICO 12



Fuente: Thomson Datastream y Bloomberg.

Índice		2007	2008	2009	2010	I-11	II-11	III-11	IV-11	
									% trim.	% anual
<b>Latinoamérica</b>										
Argentina	Merval	2,9	-49,8	115,0	51,8	-3,8	-0,8	-26,7	0,0	-30,1
Brasil	Bovespa	43,7	-41,2	82,7	1,0	-1,0	-9,0	-16,2	8,5	-18,1
Chile	IGPA	13,8	-19,6	46,9	38,2	-4,8	3,5	-17,0	7,1	-12,4
México	IPC	11,7	-24,2	43,5	20,0	-2,9	-2,4	-8,4	10,7	-3,8
Perú	IGRA	36,0	-59,8	99,2	66,4	-6,1	-14,0	-2,9	6,2	-16,7
Venezuela	IBC	-27,4	-7,4	57,0	18,6	7,6	14,3	23,9	17,5	79,1
<b>Asia</b>										
China	Shanghai Comp.	96,7	-65,4	80,0	-14,3	4,3	-5,7	-14,6	-6,8	-21,7
India	BSE	59,7	-55,3	85,0	15,7	-5,4	-2,9	-12,1	-8,0	-25,7
Corea del Sur	Korea Cmp. Ex	32,3	-40,7	49,7	21,9	2,7	-0,3	-15,8	3,2	-11,0
Filipinas	Manila Comp.	21,4	-48,3	63,0	37,6	-3,5	5,8	-6,8	9,3	4,1
Hong Kong	Hang Seng	39,3	-48,3	52,0	5,3	2,1	-4,8	-21,5	4,8	-20,0
Indonesia	Yakarta Comp.	52,1	-50,6	87,0	46,1	-0,7	5,7	-8,7	7,7	3,2
Malasia	Kuala Lumpur Comp.	31,8	-39,3	45,2	19,3	1,7	2,2	-12,2	10,4	0,8
Singapur	SES All-S'Pore	18,7	-49,2	64,5	10,1	-2,6	0,5	-14,3	-1,1	-17,0
Tailandia	Bangkok SET	26,2	-47,6	63,2	40,6	1,4	-0,6	-12,0	11,9	-0,7
Taiwán	Taiwan Weighted Pr.	8,7	-46,0	78,3	9,6	-3,2	-0,4	-16,5	-2,1	-21,2
<b>Europa del Este</b>										
Rusia	Russian RTS Index	19,2	-72,4	128,6	22,5	15,5	-6,7	-29,7	3,0	-21,9
Polonia	Warsaw G. Index	10,4	-51,1	46,9	18,8	2,6	-0,6	-21,0	-1,8	-20,8
Rumanía	Romania BET	22,1	-70,5	61,7	12,3	12,5	-7,1	-21,4	0,2	-17,7
Bulgaria	Sofix	44,4	-79,7	19,1	-15,2	22,9	-7,1	-16,1	-7,2	-11,1
Hungría	BUX	5,6	-53,3	73,4	0,5	8,1	-1,6	-30,5	7,6	-20,4
Croacia	CROBEX	63,2	-67,1	16,4	5,3	8,5	-2,6	-16,9	-6,2	-17,6

Fuente: Thomson Datastream.

La evolución de los índices de renta variable de las economías emergentes, en líneas generales, fue relativamente parecida a la de los índices de las economías avanzadas. En la primera mitad del año se observó un comportamiento muy heterogéneo entre ellos, destacando la notable revalorización de los índices de las economías de Europa del Este. En el tercer trimestre del año, se produjeron caídas muy importantes de las cotizaciones en la mayoría de los índices, que tendieron a revertirse en el último trimestre. Entre los mercados que siguieron retrocediendo en la recta final del año destacan los de China (-6,8%), de India (-8,0%) y de algunos países del Este de Europa (véase cuadro 9). En el conjunto del año, las caídas de los índices de las principales economías emergentes fueron similares, y en algunos casos superiores, a las de los índices de las economías avanzadas. Destacan, en este sentido, las caídas del índice argentino Merval (-30,1%) y varios índices asiáticos, incluidos Taiwán (-21,2%), India (-25,7%) y China (-21,7%).

Según los datos de la Federación Internacional de Bolsas de Valores (WFE, en sus siglas en inglés), la contratación en los mercados bursátiles entre enero y noviembre de 2011 se incrementó en un 1,6%, para llegar hasta los 59,3 billones de dólares (en 2010 creció un 1,8%). Por regiones, se observaron algunas diferencias. Así, en las bolsas estadounidenses la contratación aumentó, mientras que en la mayoría de las plazas asiáticas retrocedió. En el caso europeo, la contratación se comportó de forma más heterogénea, con avances en la bolsa alemana (1,8%), en las nórdicas<sup>5</sup> (5,5%) y en el NYSE Euronext (0,5%), mientras que se experimentaron retrocesos en la bolsa británica (-1,9%) y la española (-10,8%).

### Contratación de las principales bolsas internacionales

CUADRO 10

Importes en miles de millones de euros

Bolsa	2007	2008	2009	2010	I-11	II-11	III-11	IV-11 <sup>4</sup>
EE.UU. <sup>1</sup>	32.758	48.488	22.451	23.188	5.283	5.073	6.471	3.644
Nueva York	21.177	23.042	12.627	13.553	3.207	2.932	3.742	2.117
Tokio	4.713	3.816	2.656	2.872	894	656	716	383
Londres <sup>2</sup>	7.545	4.374	1.270	2.084	571	506	534	300
Euronext	4.102	3.028	1.383	1.533	429	365	421	222
Deutsche Börse	3.144	3.211	1.084	1.237	324	307	362	187
BME <sup>3</sup>	1.666	1.243	886	1.037	247	238	234	206

Fuente: Federación Internacional de Bolsas de Valores y CNMV.

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

2 Desde 2010 integra Borsa Italiana.

3 Bolsas y Mercados Españoles. No incluye Latibex.

4 Datos correspondientes a octubre y noviembre, salvo para BME, que incluye diciembre.

## 3 Evolución reciente de los mercados financieros nacionales

### 3.1 Mercados de renta fija

Los mercados de renta fija domésticos siguieron sufriendo de manera directa los efectos de las graves tensiones en los mercados de deuda soberana europea a lo largo del segundo semestre del año. La percepción del riesgo vinculado a la deuda española, que había mejorado levemente en los primeros meses del año, empeoró sensiblemente en los meses posteriores, aunque tendió a atenuarse ligeramente en los últimos días de 2011.

Con todo, los tipos de interés de la deuda española a corto plazo se incrementaron notablemente en el conjunto de la segunda mitad del año. Como se observa en el cuadro 11, entre junio y diciembre los tipos de interés de las Letras del Tesoro a tres meses aumentaron 74 p.b., hasta el 2,20%; los de las Letras del Tesoro a seis meses

5 NASDAQ OMX Nordic Exchange.

se incrementaron en 163 p.b., hasta el 3,47%; y los de las Letras del Tesoro a doce meses, aumentaron 64 p.b., hasta el 3,27%.

Por su parte, la deuda privada a corto plazo tuvo un comportamiento semejante al de la deuda pública, con incrementos en sus tipos de interés durante la segunda mitad del año, aunque con variaciones menos pronunciadas. A finales de 2011, los tipos de interés de los pagarés de empresa a tres, seis y doce meses se situaban en el 2,74%, el 3,52% y el 3,77% respectivamente.

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

CUADRO 11

	dic-08	dic-09	dic-10	mar-11	jun-11	sep-11	dic-11
<b>Letras del Tesoro</b>							
3 meses	2,00	0,42	1,60	0,96	1,46	1,48	2,20
6 meses	2,09	0,65	2,71	1,40	1,84	2,41	3,47
12 meses	2,10	0,88	3,09	2,10	2,63	3,21	3,27
<b>Pagarés de empresa<sup>2</sup></b>							
3 meses	3,09	0,76	1,37	1,29	1,57	1,76	2,74
6 meses	3,63	1,25	2,52	2,03	2,12	3,21	3,52
12 meses	3,74	1,63	3,04	2,66	2,73	3,52	3,77

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

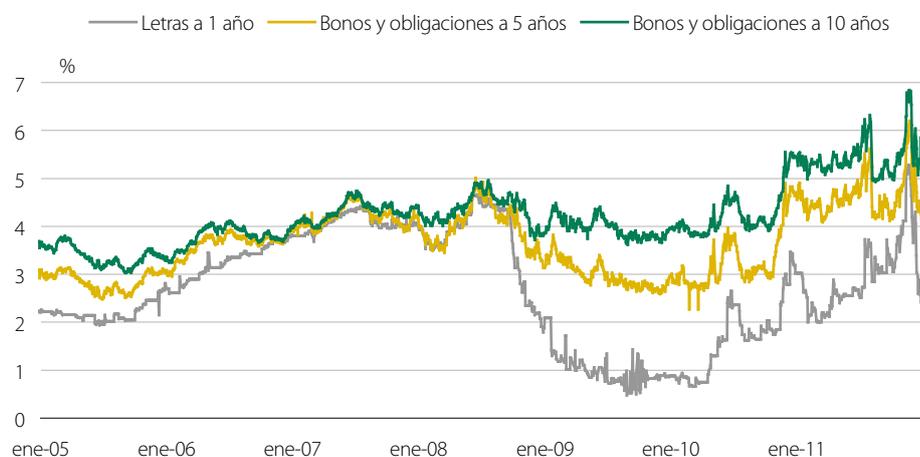
1 Porcentaje promedio de datos diarios.

2 Tipo de interés de emisión.

La deuda pública a tres, cinco y diez años siguió una tendencia similar a la de la deuda a corto plazo, es decir, mostró descensos en el primer trimestre del año y repuntes en los meses siguientes, con algunas oscilaciones a la baja, en parte relacionadas con las intervenciones del BCE en los mercados secundarios de deuda europea. Al cierre del año, los tipos de interés de los Bonos y obligaciones del Estado a tres, cinco y diez años se situaban en el 3,5%, el 4,0% y el 5,3% respectivamente, con fuertes descensos en las últimas semanas del año.

### Rentabilidades de la deuda pública española

GRÁFICO 13



Fuente: Thomson Datastream.

De forma paralela a la evolución de los tipos de interés, el diferencial del bono soberano español a diez años con respecto a la referencia alemana siguió creciendo a lo largo del año hasta alcanzar un máximo de 470 p.b. a mediados de noviembre (véase gráfico 14). En los últimos días del año, este diferencial experimentó un cierto descenso, para cerrar el año en niveles cercanos a 360 p.b. La moderación de la prima de riesgo en este último periodo ha sido superior a la de otras economías de la zona. Tal y como sucedía en el resto de las principales economías europeas (véase gráfico 6), los indicadores de efectos cruzados en el riesgo de crédito soberano sobre la economía española revelan que el indicador más potente de transmisión de riesgo de crédito a nivel transfronterizo a finales de 2011 eran las variaciones registradas en el riesgo de crédito griego (véase gráfico 15).

### Prima de riesgo de la deuda pública española

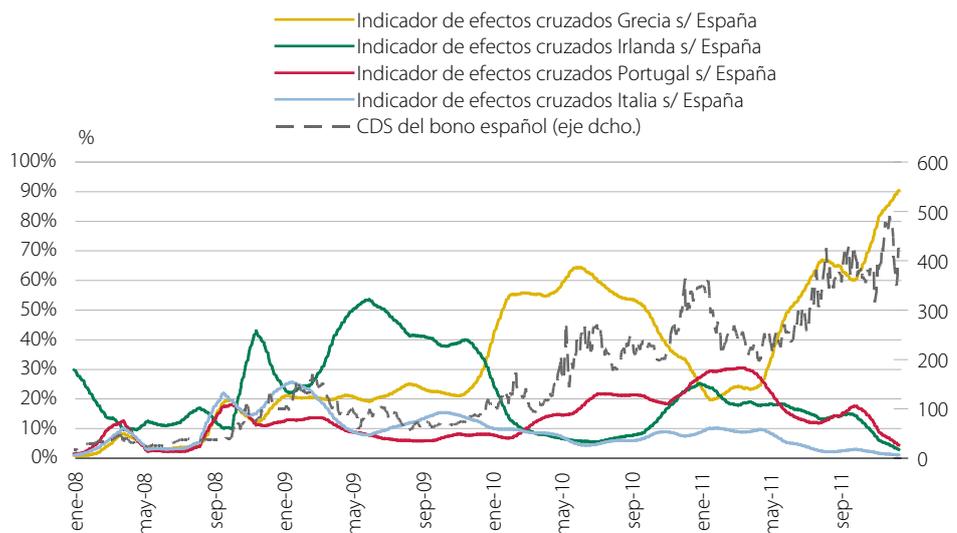
GRÁFICO 14



Fuente: Thomson Datastream.

### Riesgo soberano: efectos cruzados de Grecia, Irlanda, Portugal e Italia sobre España<sup>1</sup>

GRÁFICO 15



Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> Los indicadores de efectos cruzados muestran el porcentaje de la variación de las primas de CDS español que no se debe a la información histórica, sino a los *shocks* contemporáneos en el riesgo de crédito de Grecia, Irlanda, Portugal e Italia.

Por su parte, los tipos de interés de la renta fija privada a largo plazo mostraron incrementos sustanciales durante el año, que fueron más intensos en el último trimestre y en los plazos más largos. Así, los tipos de interés de la renta fija privada a tres, cinco y diez años se situaban a finales de año en el 5,6%, el 6,3% y el 9,2% respectivamente (véase cuadro 12).

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

CUADRO 12

%	dic-08	dic-09	dic-10	mar-11	jun-11	sep-11	dic-11
<b>Renta fija privada<sup>2</sup></b>							
3 años	5,45	3,14	4,31	3,79	4,51	4,98	5,63
5 años	5,99	4,30	5,44	4,75	5,40	5,63	6,35
10 años	6,08	4,88	6,42	5,98	6,90	7,25	9,24

Fuente: Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

Las primas de riesgo de crédito del sector privado evolucionaron de forma paralela a la prima de riesgo soberano. Como se observa en el gráfico 16, el promedio de las primas de los CDS de las empresas financieras alcanzó máximos cercanos a los 750 p.b. a finales de noviembre, mientras que el promedio de estas primas en el caso de las empresas no financieras continuó mostrando un comportamiento relativo más favorable (el máximo se alcanzó en niveles cercanos a los 350 p.b.).

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

GRÁFICO 16



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Media simple.

Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV en el conjunto de 2011 se situaron en 289.354 millones de euros, lo que supuso un incremento del 27,8% respecto al mismo periodo de 2010, en claro contraste con el fuerte descenso en aquel año, que fue del 41,6% (véase cuadro 13). El importe de las emisiones de renta fija por parte de las sociedades no financieras fue aún más bajo que el año anterior,

circunscribiéndose principalmente a la emisión de pagarés. El crecimiento de las emisiones totales se debió al aumento de las emisiones de cédulas hipotecarias, seguido de los incrementos en las emisiones de cédulas territoriales, bonos de titulación y bonos convertibles. Por el contrario, las emisiones de bonos simples prolongaron los descensos registrados en 2010.

Esta evolución en la composición de los títulos emitidos estuvo en línea con el incremento generalizado de la incertidumbre durante buena parte del año a raíz del recrudecimiento de la crisis de deuda soberana europea y sus efectos sobre el sector bancario, que motivó una mayor preferencia de las entidades financieras por la emisión de instrumentos con mayores garantías, como las cédulas y los bonos de titulación, y de valores susceptibles de reforzar su capital regulatorio, como los bonos convertibles en acciones.

Los pagarés se mantuvieron como el instrumento de mayor peso en el conjunto de las emisiones de renta fija, con 103.862 millones de euros, lo que equivale al 35,9% del total emitido, frente al 43,1% que supusieron en 2010. Cabe reseñar que la actividad emisora de pagarés repuntó en el último trimestre del año, frente a la tendencia descendente de los tres trimestres precedentes. Así, en el periodo más reciente, las entidades financieras recurrieron más a este instrumento y ampliaron sus plazos de vencimiento para captar recursos a corto plazo como complemento a los depósitos.

Por su parte, el volumen de bonos de titulación emitidos durante 2011 aumentó un 8,1%, hasta los 68.412 millones de euros, lo que supuso un 23,6% de las emisiones totales. Dentro de esta categoría, cabe destacar la colocación en el mercado de los bonos emitidos por el Fondo de Titulación del Déficit del Sistema Eléctrico, con un saldo vivo de 9.200 millones de euros, la mayor parte del cual se emitió en el primer trimestre. Asimismo, tal y como viene sucediendo desde el inicio de la crisis, prácticamente la totalidad de los valores emitidos en operaciones de titulación fue retenida por los originadores.

La actividad emisora de cédulas hipotecarias se mostró especialmente dinámica, con un total de 67.227 millones de euros de nuevas operaciones, lo que representa el doble de lo emitido en 2010. De este modo, su importancia relativa a lo largo de 2011 se incrementó hasta alcanzar el 23,2% del total de emisiones de renta fija, frente al 15,2% en 2010. La evolución positiva de la emisión de instrumentos colateralizados también se extendió a las cédulas territoriales. Estos instrumentos están respaldados por préstamos a entes públicos y alcanzaron los 22.334 millones de euros, frente a los 5.900 millones contabilizados en 2010. La emisión de este tipo de instrumentos, que concentró el 7,7% de las emisiones totales (2,6% en 2010), fue, de hecho, mayor que la de bonos simples.

Así, la emisión de bonos simples, instrumento que experimentó el mayor retroceso en 2011, se situó en 20.191 millones de euros (un 7,0% del total emitido), lo que supone un 17,1% menos que en el año anterior. Este descenso está relacionado parcialmente con el menor recurso de las entidades al programa de avales del Estado puesto en marcha en 2009. Concretamente, en dicho año se emitieron 47.858 millones de euros con esta garantía (77% del total de bonos simples), frente a los 13.039 millones emitidos en 2010 y los 5.363 millones de 2011.

Registradas<sup>1</sup> en la CNMV

	2008	2009	2010	2010		2011			
				III-10	IV-10	I-11	II-11	III-11	IV-11 <sup>2</sup>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>476.276</b>	<b>387.476</b>	<b>226.449</b>	<b>61.635</b>	<b>55.737</b>	<b>77.161</b>	<b>59.900</b>	<b>38.694</b>	<b>113.599</b>
Cédulas hipotecarias	14.300	35.574	34.378	10.317	8.519	19.254	18.980	5.250	23.743
Cédulas territoriales	1.820	500	5.900	300	500	2.935	1.800	7.437	10.162
Bonos y obligaciones no convertibles	10.490	62.249	24.356	1.287	7.525	2.578	3.320	981	13.312
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1.429	3.200	968	0	968	682	1.500	0	4.944
Bonos de titulización	135.253	81.651	63.261	28.190	16.497	26.585	11.168	10.449	20.210
tramo nacional	132.730	77.289	62.743	28.190	16.473	23.706	10.130	10.116	18.844
tramo internacional	2.522	4.362	518	0	24	2.879	1.038	334	1.366
Pagarés de empresa <sup>3</sup>	311.738	191.342	97.586	21.541	21.728	24.928	23.131	14.576	41.227
De titulización	2.843	4.758	5.057	1.723	1.409	546	913	259	628
Resto de pagarés	308.895	186.583	92.529	19.818	20.319	24.382	22.218	14.317	40.600
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	1.246	12.960	0	0	0	200	0	0	0
<b>Pro memoria:</b>									
Emisiones subordinadas	12.950	20.989	9.154	1.839	2.048	5.408	2.998	4.664	16.208
Emisiones aseguradas	9.170	4.794	299	0	0	10	0	0	0

## En el exterior por emisores españoles

	2008	2009	2010	2010		2011			
				III-10	IV-10	I-11	II-11	III-11	IV-11 <sup>4</sup>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>112.366</b>	<b>149.686</b>	<b>127.731</b>	<b>38.063</b>	<b>28.686</b>	<b>47.938</b>	<b>34.228</b>	<b>13.838</b>	<b>7.510</b>
A largo plazo	39.894	47.230	51.107	16.072	10.053	21.613	13.920	3.597	2.872
Participaciones preferentes	0	3.765	0	0	0	0	0	0	0
Obligaciones subordinadas	70	2.061	0	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones	39.360	41.404	50.807	16.072	10.053	21.613	13.920	3.597	2.872
Bonos de titulización	464	0	300	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	72.472	102.456	76.624	21.991	18.633	26.325	20.308	10.241	4.638
Pagarés de empresa	72.472	102.456	76.624	21.991	18.633	26.325	20.308	10.241	4.638
de titulización de activos	425	108	248	37	49	97	75	36	11

Fuente: CNMV y Banco de España.

- 1 Incorpora los importes de las emisiones admitidas a negociación sin publicar folletos de emisión.
- 2 Datos hasta el 31 de diciembre de 2011.
- 3 Las cifras de emisión de pagarés de empresa corresponden a los importes colocados.
- 4 Datos disponibles: 31 de octubre de 2011.

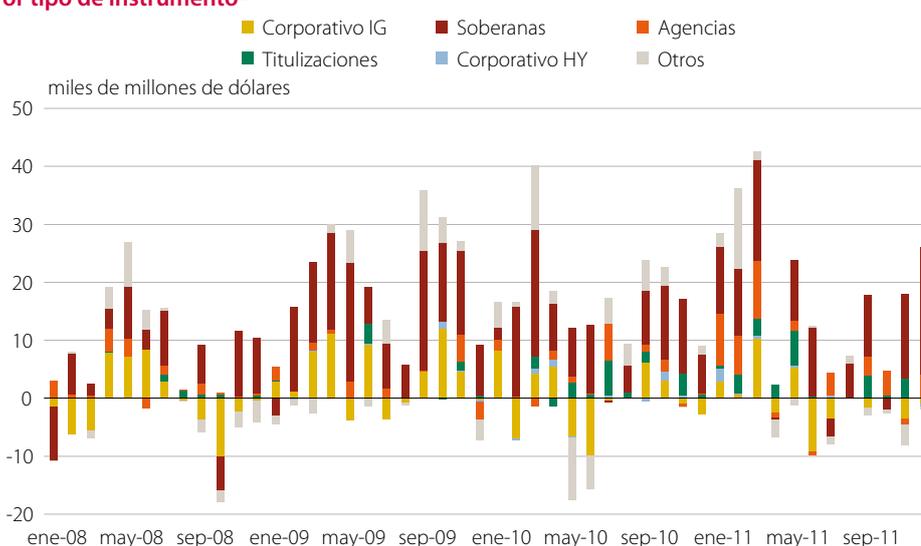
El proceso de reforzamiento de la solvencia de las entidades de crédito impulsado tanto por las autoridades nacionales como por la Autoridad Bancaria Europea (EBA, en sus siglas en inglés) —que requirió a los cinco mayores bancos cotizados nacionales que alcanzasen una ratio de capital principal del 9% antes de julio de 2012 y la anticipación en el cumplimiento del nuevo marco prudencial bancario, conocido como Basilea III— motivó un esfuerzo adicional de captación de recursos propios por parte de estas entidades a lo largo de 2011. Ello se tradujo en una reactivación en las emisiones de bonos obligatoriamente convertibles en acciones, instrumentos que se consideran como capital de máxima categoría una vez canjeado y que alcanzaron los 7.126 millones de euros en 2011 —un 2,5% del total de emisiones—, frente a apenas 1.000 millones en 2010. Por el contrario, las emisiones de participaciones preferentes, que reciben un tratamiento menos favorable como instrumentos con capacidad de absorción de pérdidas en la nueva regulación bancaria, solo registraron emisiones por un volumen de 200 millones de euros en 2011.

Por su parte, las emisiones de renta fija de las entidades nacionales en el exterior hasta octubre de 2011 (último dato disponible) se situaron por encima de los 100.000 millones de euros y, por tanto, en niveles similares a los registrados en el mismo periodo del año anterior. No obstante, el perfil de estas emisiones a lo largo de 2011 estuvo marcado por una clara tendencia a la baja que afectó a todos los vencimientos, con mayor intensidad en el caso de los de largo plazo, en contraste con la relativa estabilidad de la actividad emisora en el exterior el año anterior (véase cuadro 13). Así, las emisiones a largo plazo en este periodo totalizaron 42.000 millones de euros, de los cuales un 85% se captó durante el primer semestre del año, frente a algo más de 61.000 millones captados en el exterior en instrumentos a corto plazo (un 76% captado en el primer semestre de 2011).

### Emisiones netas de renta fija a largo plazo por emisores españoles<sup>1</sup>

GRÁFICO 17

#### Por tipo de instrumento<sup>2</sup>

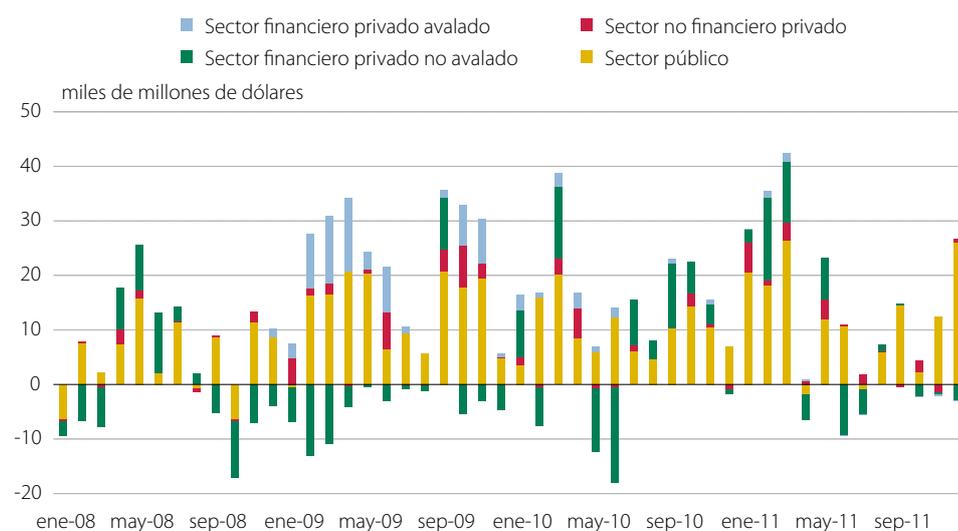


Fuente: Dealogic y CNMV. Último dato a 30 de diciembre de 2011.

1 La categoría «Otros» contiene cédulas hipotecarias, participaciones preferentes y otros instrumentos de renta fija de largo plazo. IG: Investment Grade, HY: High Yield.

2 La categoría «Agencias» incluye las emisiones del Instituto de Crédito Oficial, el Instituto Catalán de Finanzas, el Instituto Valenciano de Finanzas, el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, el Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico y la Corporación de Reservas Estratégicas de Productos Petrolíferos.

## Por tipo de emisor



Fuente: Dealogic y CNMV. Último dato a 30 de diciembre de 2011.

### 3.2 Mercados de renta variable

#### 3.2.1 Precios

A lo largo de 2011, los mercados de renta variable domésticos estuvieron condicionados, como ya ocurrió en 2010, por la crisis de deuda soberana europea, con un recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros a partir del tercer trimestre del año en un contexto de ralentización del crecimiento económico a nivel mundial. No obstante, la intensidad de estos elementos recesivos descendió en el último mes del año. Así, el Ibex 35 descendió un 17,5% en el tercer trimestre de 2011 pero creció un modesto 0,2% en el último trimestre del año, tras una revalorización del 5,1% en el primer semestre (véase cuadro 14). Con todo, el Ibex 35 experimentó un descenso del 13,1% en el conjunto del año.

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

CUADRO 14

	2007	2008	2009	2010	I-11 <sup>1</sup>	II-11 <sup>1</sup>	III-11 <sup>1</sup>	IV-11	
								% s/trim. ant.	% inter-anual
Ibex 35	7,3	-39,4	29,8	-17,4	7,3	-2,0	-17,5	0,2	-13,1
Madrid	5,6	-40,6	27,2	-19,2	7,5	-2,7	-17,8	-0,6	-14,6
Ibex Medium Cap	-10,4	-46,5	13,8	-5,6	6,3	-6,9	-20,6	1,0	-20,7
Ibex Small Cap	-5,4	-57,3	17,6	-18,3	17,4	-8,2	-23,3	-9,4	-25,1
FTSE Latibex All-Share	57,8	-51,8	97,2	9,0	-3,2	-9,9	-18,9	8,6	-23,3
FTSE Latibex Top	33,7	-44,7	79,3	9,7	-3,9	-8,1	-15,6	11,2	-17,1

Fuente: Thomson Datastream.

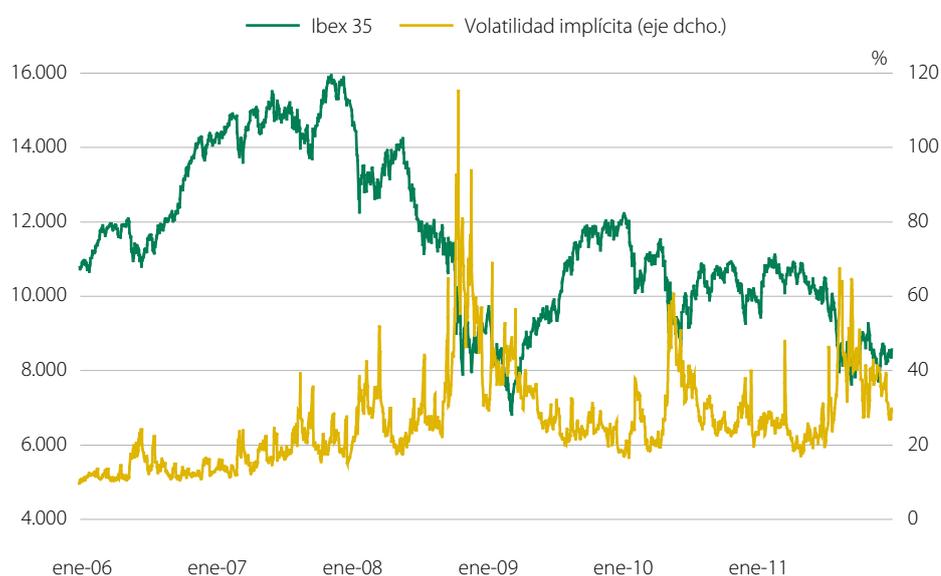
<sup>1</sup> Variación sobre el trimestre anterior.

La evolución de los índices de renta variable nacional correspondientes a las empresas de mediana y pequeña capitalización fue similar a la mostrada por el Ibex 35 a lo largo de 2011. Así, el índice de las sociedades de mediana capitalización retrocedió un 20,6% en el tercer trimestre y avanzó moderadamente en el cuarto (1,0%). De esta forma, tras la caída del 1% registrada en el primer trimestre del año, este índice acumuló un retroceso del 20,7% en el conjunto del año (-5,6% en 2010). Por su parte, el índice de las empresas de pequeña capitalización experimentó la mayor caída entre los índices de renta variable domésticos en el segundo semestre (-31%). En el conjunto del año, este índice descendió un 25,1% (6,8 p.p. más que en 2010). Los índices de valores latinoamericanos negociados en las plataformas domésticas repuntaron en el último trimestre por encima del 8%, después de experimentar descensos en los trimestres previos, que fueron especialmente intensos en el tercero. En el conjunto de 2011, los retrocesos de estos índices se situaron por encima del 17%, frente a las revalorizaciones superiores al 9% registradas en 2010 (véase cuadro 14).

La volatilidad implícita del Ibex 35 repuntó notablemente en el tercer trimestre de 2011 tras la tendencia a la baja iniciada a finales de 2010, que solo se interrumpió puntualmente en marzo, coincidiendo con el terremoto y el posterior accidente nuclear en Japón (véase gráfico 19). De este modo, la volatilidad llegó a superar valores del 60% en el tercer trimestre del año, unos niveles que también se alcanzaron durante el primer episodio de crisis de la deuda griega en el segundo trimestre de 2010. No obstante, la relajación de las tensiones en los mercados financieros en el tramo final del año permitió una cierta moderación de la volatilidad del Ibex 35, que llegó a niveles inferiores al 40%, frente al promedio histórico del 24,9% desde 1999.

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

GRÁFICO 19



Fuente: Thomson Datastream y MEFF.

<sup>1</sup> Volatilidad implícita *at-the-money* (ATM) del primer vencimiento.

Tras el acusado descenso de las cotizaciones de todos los sectores del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) en el tercer trimestre, los precios ralentizaron notablemente su ritmo de caída en el último trimestre del año, hasta el punto de que algunos de ellos mostraron incrementos moderados (véase cuadro 15). Así, el descenso

más destacado en el último trimestre del año correspondió al sector de la tecnología y telecomunicaciones (del -6,6% frente al -14,7% en el tercer trimestre), seguido del sector de bienes de consumo (-0,7% frente al -2,9% en el tercer trimestre). Por el contrario, el sector de servicios financieros e inmobiliarios creció ligeramente (0,2%, frente al -21,5% en el tercer trimestre). No obstante, dentro de este último sector cabe señalar la caída del subsector inmobiliario (-17,2% frente al -38,3% en el tercer trimestre). Por su parte, el resto de sectores (petróleo y energía, materiales básicos, industria y construcción y servicios de consumo) experimentaron ligeros avances de entre el 0,6% y el 3,8%, frente a unas caídas de precios en el trimestre precedente que oscilaron entre el 17% y el 28%.

De este modo, todos los sectores, a excepción del sector de bienes de consumo —que avanzó un 5,7%— continuaron en 2011 el descenso iniciado en 2010. Los retrocesos más destacados en el conjunto de 2011 correspondieron a los sectores de servicios de consumo (-24,2%), de tecnología y telecomunicaciones (-20,9%) y de servicios financieros e inmobiliarios (-18,9%). Dentro de este último, otro año más el subsector inmobiliario es el que experimentó un mayor retroceso (-47,5%). De menor intensidad fueron los descensos en los sectores de materiales básicos, industria y construcción (-14,3%) y de petróleo y energía (-2,7%).

### Rentabilidad sectorial y de los principales valores<sup>1</sup> de la Bolsa de Madrid (% anual, salvo otra indicación)

CUADRO 15

	Ponderación <sup>2</sup>	2010	I-11	II-11	III-11	dic-11	
						% trim.	% inter-anual
<b>Servicios financieros e inmobiliarios</b>	<b>38,05</b>	<b>-31,7</b>	<b>7,9</b>	<b>-4,4</b>	<b>-21,5</b>	<b>0,2</b>	<b>-18,9</b>
Inmobiliarias y otros	0,16	-53,3	26,7	-19,0	-38,3	-17,2	-47,5
Banca	36,20	-33,1	6,6	-4,4	-21,9	0,2	-20,3
BBVA	11,16	-38,2	13,2	-3,9	-22,2	8,1	-8,5
Santander	20,36	-30,5	4,9	-2,8	-21,9	-3,8	-23,3
<b>Petróleo y energía</b>	<b>19,93</b>	<b>-8,6</b>	<b>11,5</b>	<b>0,9</b>	<b>-16,7</b>	<b>3,8</b>	<b>-2,7</b>
Iberdrola	8,66	-7,7	6,4	0,0	-15,2	-4,6	-13,9
Repsol YPF	6,20	11,3	15,9	-1,0	-16,5	18,8	13,8
<b>Mat. básicos, industria y construcción</b>	<b>7,72</b>	<b>-15,2</b>	<b>11,2</b>	<b>-6,2</b>	<b>-19,5</b>	<b>2,1</b>	<b>-14,3</b>
Construcción	4,49	17,7	13,8	-3,8	-14,4	-0,6	-6,9
<b>Tecnología y telecomunicaciones</b>	<b>22,72</b>	<b>-12,8</b>	<b>3,4</b>	<b>-3,9</b>	<b>-14,7</b>	<b>-6,6</b>	<b>-20,9</b>
Telefónica	20,98	-13,1	4,1	-4,6	-14,4	-7,2	-21,1
<b>Bienes de consumo</b>	<b>7,17</b>	<b>17,0</b>	<b>3,3</b>	<b>6,1</b>	<b>-2,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>5,7</b>
Inditex	4,75	29,1	1,0	11,0	2,4	-1,7	12,9
<b>Servicios de consumo</b>	<b>4,41</b>	<b>-0,1</b>	<b>9,8</b>	<b>-4,7</b>	<b>-27,9</b>	<b>0,6</b>	<b>-24,2</b>

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

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

2 Peso relativo (%) en el IGBM a julio de 2011.

En el último trimestre del año, los mayores impactos negativos en el IGBM tuvieron origen en el descenso de las cotizaciones de la mayor empresa de telecomunicaciones

y del mayor banco en términos de capitalización. En el resto del año, el comportamiento del IGBM también estuvo condicionado mayoritariamente por la evolución a la baja de las cotizaciones de las dos empresas anteriores (véase cuadro 16).

### Valores con mayor impacto en la variación del IGBM<sup>1</sup>

CUADRO 16

Valor	Sector	dic-11			
		Variación (p.p.)		Contribución a la variación (%)	
		s/trim. anterior	s/dic-10	s/trim. anterior	s/dic-10
<b>Con impacto negativo</b>					
Telefónica	Tecnología y telecomunicaciones	-1,51	-4,43	1.011	37
Banco Santander	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,77	-4,74	512	40
Iberdrola	Petróleo y energía	-0,40	-1,20	265	10
ACS	Mat. básicos, industria y construcción	-0,22	-0,54	144	5
<b>Con impacto positivo</b>					
Repsol YPF	Petróleo y energía	1,16	0,86	-779	-7
BBVA	Servicios financieros e inmobiliarios	0,90	-0,95	-603	8
CaixaBank	Servicios financieros e inmobiliarios	0,21	-0,03	-141	0

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

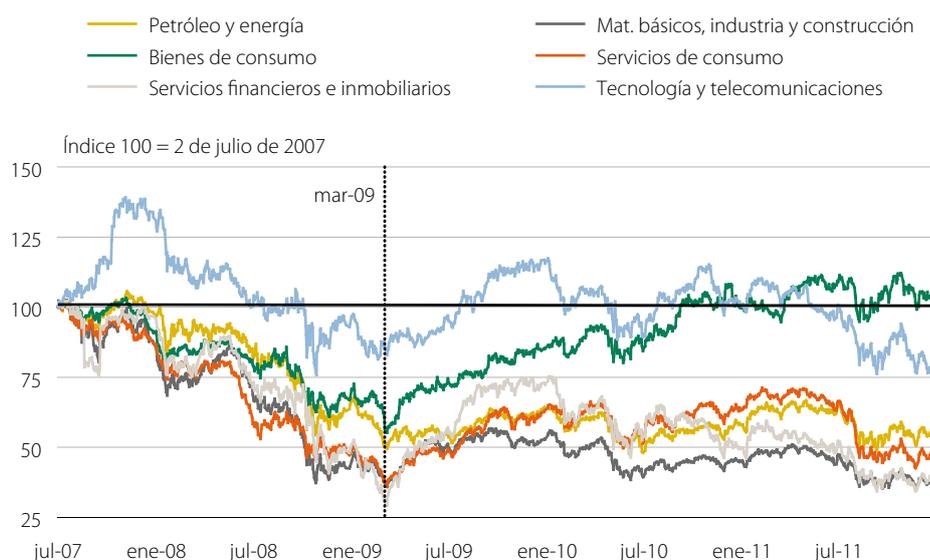
1 Se recogen los valores que tuvieron mayor impacto (igual o superior a 0,15 p.p. en valor absoluto) en la variación trimestral del IGBM.

Desde el inicio de la crisis *subprime* en el verano de 2007, únicamente la cotización de un sector del IGBM, el de bienes de consumo, se situaba en la fecha de cierre de este informe por encima del nivel observado antes de la crisis (véase gráfico 20). Por su parte, las cotizaciones del resto de sectores se mantenían ampliamente por debajo de las registradas entonces, entre el 60% (sectores de materiales básicos, industria y construcción y servicios financieros e inmobiliarios) y el 20% (sector de tecnología y telecomunicaciones). El sector de servicios financieros e inmobiliarios continuó siendo el sector más condicionado por los acontecimientos adversos en los mercados de deuda soberana europea desde principios de 2010. A su vez, los sectores de tecnología y telecomunicaciones, de materiales básicos, industria y construcción y de petróleo y energía rebasaron en el segundo semestre del año los valores mínimos de marzo de 2009. De hecho, únicamente el sector de tecnología y telecomunicaciones se situaba en la fecha de cierre de este informe por debajo de aquellos niveles.

La distribución de empresas del IGBM en función del grado de variación de sus cotizaciones durante el cuarto trimestre de 2011 mejoró notablemente respecto al trimestre anterior y se aproximó a la registrada en el segundo trimestre del año, si bien permaneció sesgada hacia rentabilidades negativas (véase cuadro 17). Así, el porcentaje de entidades que registraron una variación trimestral negativa en su cotización descendió desde el 97% del total en el tercer trimestre del año hasta el 58% en el cuarto trimestre. A su vez, la proporción de compañías con un avance superior al 10% alcanzó el 13%, mientras que en el trimestre precedente ninguna cotización registró avances mínimos de esa magnitud.

## Evolución de los índices de los sectores del IGBM

GRÁFICO 20



Fuente: Bolsa de Madrid.

## Distribución de las empresas del IGBM según su rentabilidad trimestral

CUADRO 17

% s/ total empresas del IGBM	IV-10	I-11	II-11	III-11	IV-11
≥ 25%	1,7	19,7	0,0	0,0	1,7
Del 10% hasta el 25%	12,6	34,2	6,8	0,0	11,3
Del 0% hasta el 10%	25,2	27,4	19,5	3,5	28,7
≤ 0%	60,5	18,8	73,7	96,5	58,3
<b>Pro-memoria: nº total de empresas</b>	<b>119</b>	<b>117</b>	<b>118</b>	<b>115</b>	<b>115</b>

Fuente: Thomson Datastream.

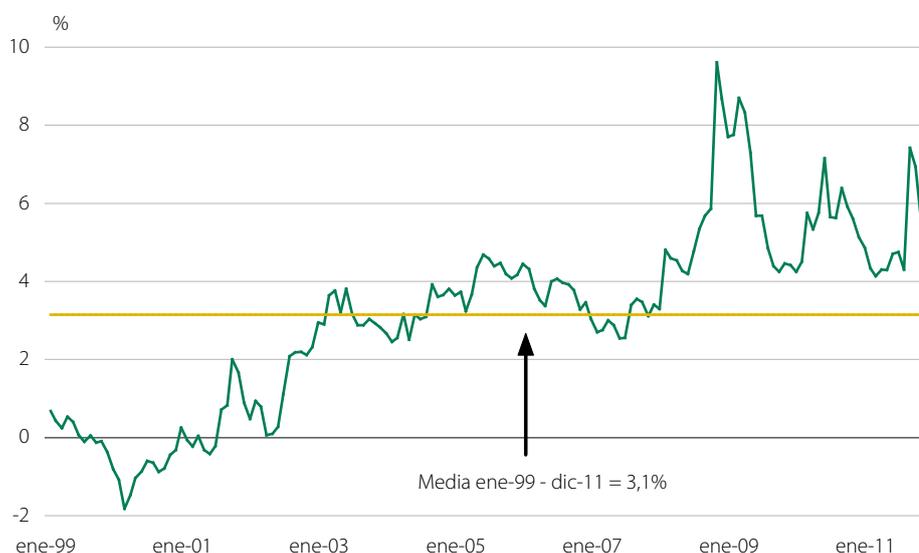
La ratio PER del Ibex 35, que se mantuvo prácticamente invariable durante el primer semestre de 2011 en valores algo inferiores a diez, descendió en la segunda parte del año hasta niveles de 9,1. Esta caída estuvo en línea con las experimentadas por los PER de las principales bolsas de las economías avanzadas, que ya habían registrado moderados descensos durante el primer semestre del año. En consecuencia, y a pesar de su descenso en el conjunto del año, la ratio PER de la bolsa española ha convergido con las principales plazas internacionales a lo largo del mismo (véase cuadro 8).

El *earning yield gap*, que aproxima el diferencial entre la prima de riesgo de la deuda pública a largo plazo y la de los activos de renta variable, sufrió oscilaciones importantes durante el segundo semestre del año, tras la estabilidad mostrada en la primera parte del mismo. La descomposición de este indicador revela que su evolución temporal se debió primordialmente al comportamiento del PER y, en menor medida, a los movimientos en los tipos de la deuda pública a largo plazo, si bien ambas variables mostraron un comportamiento más volátil durante el segundo semestre del año. De este modo, el *earning yield gap* se situó en el 5,6% a finales de diciembre, lo

que supone un nivel superior al 4,9% de finales de 2010 y al promedio histórico desde enero de 1999, del 3,1% (véase gráfico 21).

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

GRÁFICO 21



Fuente: Thomson Datastream.

1 Diferencia entre la rentabilidad bursátil, medida como la inversa del PER y la rentabilidad del bono a diez años. Datos mensuales hasta el 30 de diciembre de 2011.

### 3.2.2 Actividad: contratación, emisiones y liquidez

La contratación en el mercado bursátil español en 2011 se contrajo un 10,8% respecto al año anterior, después de experimentar un fuerte repunte del 17% en el conjunto de 2010 (véase cuadro 18). El volumen promedio diario de contratación del último trimestre de 2011 se situó en 3.223 millones de euros, un importe inferior al registrado en el trimestre anterior (de 3.549 millones) y en los dos primeros trimestres del año, cuando apenas varió, situándose en torno a 3.850 millones. Así, el promedio diario de la contratación en el conjunto de 2011 se situó en 3.602 millones de euros, por debajo de los 4.052 millones registrados en 2010<sup>6</sup>.

Las emisiones de renta variable en los mercados domésticos experimentaron un ligero incremento del 2,7% en 2011, tras el intenso repunte en 2010 (del 40,6%). Desde agosto de 2011, la actividad emisora fue prácticamente nula, en contraste con el resto del año y con el mismo periodo del año anterior (véase cuadro 19). Esta evolución estuvo condicionada por el aumento sustancial de la volatilidad de los mercados financieros desde aquel mes y la fuerte caída de las cotizaciones bursátiles. Las emisiones efectuadas desde comienzos de año se debieron exclusivamente a operaciones de ampliación de capital.

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

## Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 18

Importes en millones de euros

	2008	2009	2010	III-10	IV-10	I-11	II-11	III-11	IV-11 <sup>1</sup>
<b>Total bolsas</b>	<b>1.243.387</b>	<b>886.135</b>	<b>1.037.282</b>	<b>215.183</b>	<b>294.168</b>	<b>246.992</b>	<b>238.131</b>	<b>234.262</b>	<b>206.281</b>
Mercado continuo	1.235.330	880.544	1.032.447	214.267	292.819	245.990	236.897	233.070	204.922
Corros	207	73	165	54	82	20	11	11	7
de los que SICAV <sup>2</sup>	25	20	8	1	0	2	3	1	0
MAB <sup>3</sup>	7.060	5.080	4.145	768	1.147	880	1.134	1.088	1.278
Segundo mercado	32	3	3	1	1	1	0	0	1
Latibex	758	435	521	93	119	102	89	93	73
<b>Pro-memoria: contratación de no residentes (% s/ total bolsas)</b>									
	66,0	64,6	75,3	67,3	78,1	77,6	78,8	n.d.	n.d.

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados desde el 1 de octubre hasta el 30 de diciembre.

2 Sociedades de inversión de carácter financiero.

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

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

## Emisiones de renta variable<sup>1</sup>

CUADRO 19

	2008	2009	2010	III-10	IV-10	I-11	II-11	III-11	IV-11 <sup>2</sup>
<b>IMPORTES EFECTIVOS<sup>3</sup> (millones de euros)</b>	<b>16.349</b>	<b>11.391</b>	<b>16.013</b>	<b>2.323</b>	<b>8.333</b>	<b>3.237</b>	<b>4.798</b>	<b>6.336</b>	<b>2.079</b>
Ampliaciones de capital	16.340	11.389	15.407	2.323	8.262	3.237	4.798	6.336	2.079
De ellas, mediante OPS	292	17	959	6	14	0	3.696	8	1.966
Tramo nacional	292	15	62	6	14	0	3.696	8	1.966
Tramo internacional	0	2	897	0	0	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	10	2	606	0	71	0	0	0	0
Tramo nacional	10	2	79	0	71	0	0	0	0
Tramo internacional	0	0	527	0	0	0	0	0	0
<b>NÚMERO DE EXPEDIENTES<sup>4</sup></b>	<b>54</b>	<b>53</b>	<b>69</b>	<b>12</b>	<b>29</b>	<b>17</b>	<b>23</b>	<b>26</b>	<b>26</b>
Ampliaciones de capital	53	53	67	12	28	17	22	26	26
De ellas, mediante OPS	2	2	12	2	4	0	3	3	2
De ellas, liberadas	18	11	15	3	7	2	5	8	7
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	1	3	0	1	0	1	0	1
<b>NÚMERO DE EMISORES<sup>4</sup></b>	<b>39</b>	<b>34</b>	<b>46</b>	<b>10</b>	<b>23</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>22</b>	<b>15</b>
Ampliaciones de capital	38	34	45	10	22	13	15	22	15
De ellas, mediante OPS	2	2	12	2	4	0	3	3	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	1	2	0	1	0	1	0	1

Fuente: CNMV.

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

2 Datos acumulados desde el 1 de octubre hasta el 30 de diciembre.

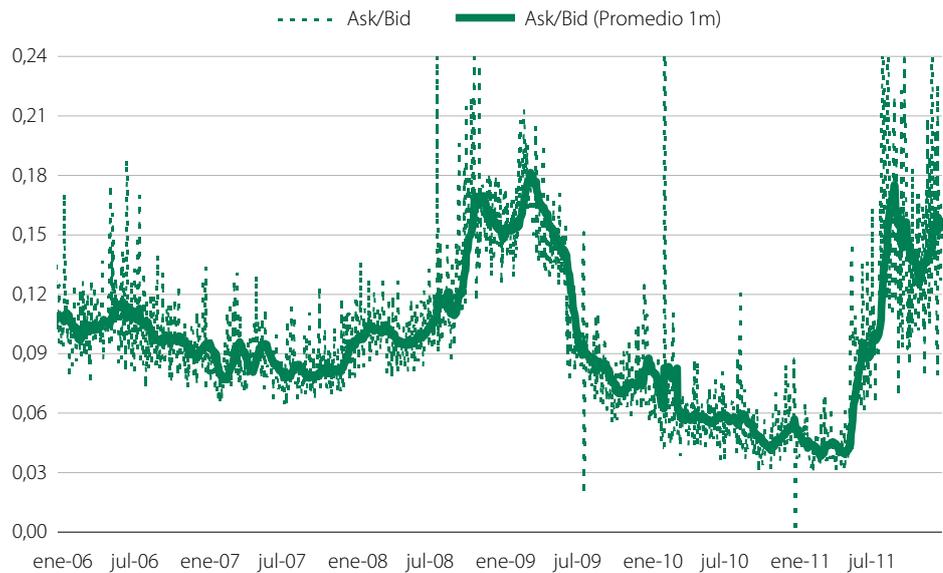
3 No se incluyen los importes registrados de las operaciones que no llegaron a realizarse.

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

Por último, las condiciones de liquidez del mercado de renta variable español se deterioraron sustancialmente durante el tercer trimestre de 2011 hasta alcanzar niveles similares a los registrados en el primer trimestre de 2009, si bien tendieron a mejorar en los últimos meses del año. Así, el promedio del *spread bid-ask* del Ibex 35 pasó de registrar valores inferiores al 0,09% a finales del segundo trimestre a marcar un máximo del 0,18% a principios de septiembre. Desde entonces, este indicador ha mostrado una tendencia a la baja, aunque de manera inestable, hasta situarse en niveles del 0,16% a finales de diciembre, es decir, todavía se mantiene en niveles superiores a la media registrada desde 2006, del 0,10% (véase gráfico 22).

Indicador de liquidez del Ibex 35, *spread bid-ask*

GRÁFICO 22



Fuente: Thomson Datastream.

## II Informes y análisis



# **Evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en el primer semestre de 2011**

**Carolina Moral y Javier Domínguez (\*)**

(\*) Carolina Moral y Javier Domínguez pertenecen al Departamento de Informes Financieros y Corporativos de la CNMV.



# 1 Introducción

Este artículo recoge y analiza las principales magnitudes de la información financiera periódica<sup>1</sup> del primer semestre de 2011 que los emisores han comunicado a la CNMV.

La información agregada analizada se refiere a los resultados, la posición financiera, los flujos de efectivo, el número de empleados y los dividendos distribuidos. Las 152 entidades analizadas pertenecen a los siguientes sectores: energía (10 entidades); industria (50 entidades); comercio y servicios (46 entidades); construcción e inmobiliario (31 entidades); bancos (10 entidades); cajas de ahorro (3 entidades)<sup>2</sup>; y entidades aseguradoras (2 entidades).

El análisis se realiza teniendo en cuenta las siguientes consideraciones:

- Los datos analizados se obtienen de los informes financieros periódicos<sup>3</sup>, consolidados o individuales, remitidos a la CNMV por los emisores de acciones e instrumentos de deuda<sup>4</sup> cotizados en un mercado regulado español, cuando España sea Estado Miembro de origen.
- Las cifras agregadas excluyen a los emisores que son dependientes de otro grupo cotizado. Sin embargo, cuando esos emisores desarrollan su actividad en un sector distinto al de su sociedad dominante, sus magnitudes financieras se integran en las de su sector.
- Los datos correspondientes a periodos distintos al primer semestre de 2011 se han calculado para la muestra representativa de las entidades cotizadas en el periodo de referencia.

En la sección 2 de este artículo se analiza la evolución, desde el año 2007, del importe neto de la cifra de negocios; en las secciones 3 y 4, se presenta el comportamiento

---

1 De conformidad con lo establecido en el artículo 35 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, cuando España sea Estado Miembro de origen, los emisores cuyos acciones o valores de deuda estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea, harán público y difundirán un informe financiero relativo a los 6 primeros meses del año y otro referido a los 12 meses del ejercicio.

2 El análisis efectuado en este artículo excluye a los bancos cotizados resultantes de los procesos de reestructuración de las cajas de ahorro durante todo el periodo muestral para evitar posibles distorsiones en la evolución temporal de las magnitudes aquí comentadas. Por el contrario, aquellas cajas de ahorro que remiten información semestral a la CNMV y que no han sufrido grandes cambios estructurales sí se han mantenido en el estudio.

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

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

de los resultados y la rentabilidad del patrimonio y de las inversiones; la sección 5 se centra en el endeudamiento de las entidades no financieras; la sección 6 se dedica a la morosidad y solvencia de las entidades de crédito; y las secciones 7, 8 y 9 recogen la evolución de los flujos de efectivo, la plantilla y los dividendos distribuidos, respectivamente. Finalmente, la sección 10 resume las principales conclusiones.

## 2 Importe neto de la cifra de negocios

El gráfico 1 muestra las tasas de variación interanuales del importe neto de la cifra de negocios<sup>5</sup> para el periodo comprendido entre el primer semestre de 2007 y el primer semestre de 2011. Como se observa, la tasa de variación interanual del primer semestre de 2011 fue positiva (8,9%), por lo que se mantiene la tendencia de crecimiento iniciada en el primer semestre de 2010.

Tasas de variación del importe neto de la cifra de negocios

GRÁFICO 1



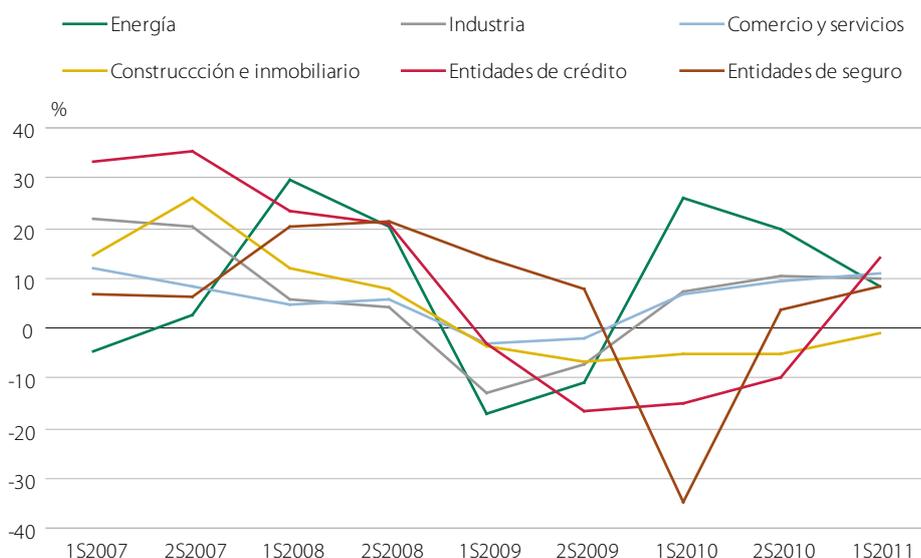
Fuente: CNMV.

En el gráfico 2 se presenta la evolución del importe neto de negocios para las distintas ramas de actividad. Todas las entidades, excepto las del sector de la construcción e inmobiliario, registraron tasas de variación interanuales positivas en el primer semestre de 2011. Cabe señalar que el sector de la energía presentó una tasa de variación positiva pero significativamente inferior a las tasas de variación de 2010 y que el sector de las entidades de crédito pasa de una tasa de variación negativa del 9,8% a una tasa positiva del 13,8%.

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

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

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV.

Los hechos más destacados en la evolución de los distintos sectores son los siguientes:

- **Energía.** El incremento del importe neto de la cifra de negocios, respecto al mismo periodo del ejercicio anterior, fue del 8,2% y se debió, fundamentalmente, al aumento del precio medio del crudo –con una subida del 42,9% del precio medio del barril *brent*– y a la recuperación de la demanda energética. Estos efectos positivos compensaron los impactos negativos derivados de: (i) la depreciación del dólar frente al euro en un 5,35% por término medio; (ii) la menor producción de crudo por el conflicto bélico en Libia y los conflictos sociales en Argentina; y (iii) la menor generación de energía hidráulica por la situación de sequía en Chile.

Adicionalmente, destaca el hecho de que las elevadas tasas de crecimiento del primer y el segundo semestre de 2010 –un 26,2% y 20%, respectivamente– estaban influidas por: (i) el registro como ingresos de las ventas a las comercializadoras de último recurso desde el 1 de julio de 2009 –antes se compensaban los costes con los ingresos<sup>6</sup>–; y (ii) las combinaciones de negocios entre empresas del sector realizadas en 2009.

- **Industria.** La evolución de las empresas industriales fue desigual, aunque en general positiva, al registrar una tasa de crecimiento del 9,7%. Destaca la mejora en los subsectores de las industrias metálicas básicas, entre otras, debido a: (i) la reactivación de la demanda de aceros inoxidables, aunque en los últimos meses la demanda europea se vio afectada por el recrudecimiento de la crisis

6 La publicación del Real Decreto 485/2009 motivó el cambio en el registro de las ventas a los consumidores finales, lo que afectó a todas las entidades del sector, aunque en diferente grado.

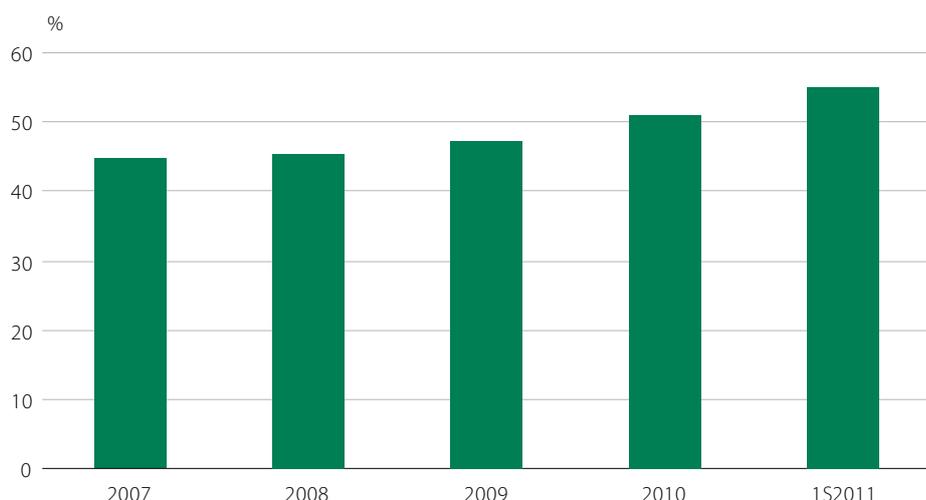
financiera; (ii) el buen comportamiento del negocio de la automoción en los mercados emergentes como Brasil y México; (iii) el aumento de las ventas en los mercados internacionales; y (iv) los efectos contables de combinaciones de negocios realizadas en 2011. En sentido contrario, la guerra de precios en la industria de la transformación de metales afectó negativamente a las ventas de alguna sociedad que prefirió mantener sus márgenes.

- **Comercio y servicios.** En este sector, el importe neto de la cifra de negocios agregado creció un 10,7% debido a: (i) el incremento de las ventas en mercados internacionales por operaciones corporativas realizadas en el segundo semestre de 2010; y (ii) el impacto contable de una importante fusión con efectos a partir de enero de 2011.
- **Construcción e inmobiliario.** El fuerte impacto de la crisis económica sobre el sector de la construcción e inmobiliario en España aún no ha permitido su reactivación y es el único sector que redujo su cifra de negocios (-1,0%). Esta disminución procede de una caída del 56,3% en las empresas inmobiliarias, que se compensó con el incremento del 2,2% en el subsector de la construcción.

La reducción generalizada del importe neto de la cifra de negocios de las empresas inmobiliarias se debió a la caída del negocio de promoción residencial, mitigada, en algunos casos, por las ventas realizadas a las entidades financieras en el marco de los procesos de refinanciación. Por el contrario, el aumento de la cifra de negocios de las constructoras tuvo su origen en una importante adquisición de 2011. Sin considerar esta operación, la cifra de ventas reflejaría una disminución del 5,4% respecto al primer semestre de 2010, con una reducción de los ingresos en el mercado doméstico, por la contracción de la inversión pública y la caída del mercado inmobiliario, parcialmente compensada con el crecimiento de la actividad en el exterior y de los servicios medioambientales.

- **Entidades de crédito.** Como se ha indicado, el volumen agregado de ingresos por intereses y rendimientos asimilados de las entidades de crédito aumentó en un 13,8% con respecto al primer semestre de 2010. Dicho aumento se debió principalmente a la subida de los tipos de interés, derivada de los aumentos de la inflación y de la existencia de tensiones de liquidez en los mercados. A modo ilustrativo, el Euríbor a un año, principal referente hipotecario, ascendió del 1,28% a finales de junio de 2010 al 2,14% en junio de 2011.
- **Empresas aseguradoras.** El importe de las primas imputadas al ejercicio, netas de reaseguro, experimentó un crecimiento interanual del 10,1% en el ramo de vida y del 3,3% en el ramo de no vida, como consecuencia del buen comportamiento del negocio internacional (principalmente en América) y del aumento del volumen de negocio en España, gracias al repunte del seguro de vida de una de las sociedades de la muestra.

El gráfico 3 muestra el porcentaje del importe neto de negocios generado en el extranjero para las entidades no financieras desde 2007 hasta el primer semestre de 2011. Este porcentaje se incrementó en el primer semestre de 2011 en 4,2 puntos porcentuales respecto al cierre de 2010, con lo que se situó en un 55,2%.



Fuente: CNMV.

En el cuadro 1 se recoge la distribución geográfica del importe neto de la cifra de negocios para las distintas ramas de actividad de las entidades no financieras. Como se aprecia en ese cuadro, las ventas al exterior continuaron ganando peso en el primer semestre de 2011 en todos los negocios. Las variaciones más significativas se produjeron en los sectores de comercio y servicios y de la construcción e inmobiliario, que optaron por una mayor internacionalización de su actividad, a través de operaciones corporativas, ante la disminución de los ingresos en el mercado nacional.

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

CUADRO 1

	2007	2008	2009	2010	1S2011
Energía	41,8	42,5	43,3	44,8	46,1
Industria	55,2	59,3	62,6	65,8	68,4
Comercio y servicios	52,3	50,1	51,1	57,1	62,1
Construcción e inmobiliario	33,2	36,2	38,4	44,5	55,1
Subtotal no financiero	44,7	45,5	47,4	51,0	55,2

Fuente: CNMV.

### 3 Resultados

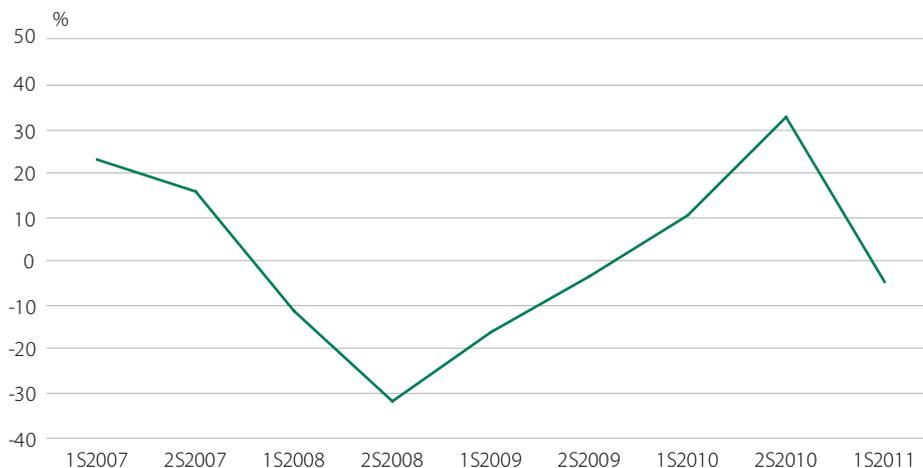
El gráfico 4 muestra las tasas de variación interanuales de los resultados antes de impuestos agregados para las actividades continuadas<sup>7</sup> desde el primer semestre de 2007. Este gráfico muestra cómo en el primer semestre de 2011 se rompió la tendencia

7 Este es el resultado antes de impuestos, excluidos los resultados de las actividades interrumpidas, que, con carácter general, son aquellas líneas de negocio o áreas geográficas significativas que la entidad, bien ha enajenado, o bien tiene previsto enajenar en los 12 meses siguientes.

de crecimiento de los resultados de las compañías cotizadas que se había iniciado en el segundo semestre de 2009.

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

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV.

Este retroceso se explica, parcialmente, porque una parte significativa del incremento registrado en 2010 se debió a plusvalías contables por un importe bruto de 5.802 millones de euros, registradas por dos sociedades de la muestra de los sectores de comercio y servicios y de la construcción e inmobiliario. Estas plusvalías, que no originaron una entrada de caja en las compañías, se produjeron por operaciones corporativas que supusieron un cambio en el grado de influencia significativa en sociedades participadas, y que implicaron la revalorización a precio de mercado de la participación retenida o preexistente, de acuerdo con lo establecido en la nueva normativa contable aplicable a este tipo de operaciones<sup>8</sup>.

Con relación a la evolución de esta magnitud para los distintos sectores, las tasas de variación interanual de todos ellos, excepto el de la construcción e inmobiliario, fueron inferiores a las del periodo anterior. Además, destaca el hecho de que los sectores de la energía y de las entidades de crédito pasaron a tener tasas de variación negativas.

El cuadro 2 muestra los principales márgenes de la cuenta de resultados correspondientes a los primeros semestres de 2011 y de 2010. Como se advierte, todas las magnitudes analizadas evolucionaron favorablemente en todos los sectores, excepto

8 En enero de 2008, la IASB publicó la NIIF 3 revisada «Combinaciones de negocios», la NIC 27 revisada «Estados financieros consolidados y separados», la NIC 28 revisada «Inversiones en asociadas» y la NIC 31 revisada «Participaciones en negocios conjuntos», aplicables a los ejercicios que comiencen a partir del 1 de julio de 2009. Esta modificación supone cambios sustantivos en el registro contable de la adquisición o enajenación de intereses minoritarios, cuando ya se posee el control, así como en las variaciones de las participaciones que conllevan un aumento o una disminución del grado de influencia significativa y que pueden implicar el registro de resultados muy importantes por la revalorización de las participaciones previas existentes o residuales mantenidas.

el de la energía y el de las entidades de crédito. No obstante, las tasas de variación en los sectores en crecimiento fueron inferiores a las observadas en 2010.

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

CUADRO 2

Millones de euros	EBITDA			Resultado de explotación			Resultado del ejercicio		
	1S2010	1S2011	Var. (%)	1S2010	1S2011	Var. (%)	1S2010	1S2011	Var. (%)
Energía	16.044	15.545	-3,1	10.767	10.265	-4,7	6.796	6.129	-9,8
Industria	3.305	3.465	4,8	2.158	2.308	6,9	1.371	1.539	12,2
Comercio y servicios	14.755	15.940	8,0	8.383	8.973	7,0	4.618	5.207	12,8
Construcción e inmobiliario	3.616	4.340	20,0	2.004	2.722	35,8	-3	954	-
Entidades de crédito	-	-	-	12.323	10.610	-13,9	12.225	10.237	-14,3
Entidades de seguros	-	-	-	-	-	-	682	780	14,4
<b>TOTAL<sup>2</sup></b>	<b>37.618<sup>3</sup></b>	<b>39.204<sup>3</sup></b>	<b>4,2<sup>3</sup></b>	<b>35.607<sup>4</sup></b>	<b>34.860<sup>4</sup></b>	<b>-2,1<sup>4</sup></b>	<b>23.143</b>	<b>22.915</b>	<b>-1,0</b>

Fuente: CNMV.

1 EBITDA = Resultado de explotación + Amortización del inmovilizado.

2 Para los grupos, el total solo incluye los datos consolidados presentados por la sociedad dominante, y queda excluida cualquier otra empresa cotizada del grupo. El total puede diferir de la suma de los valores reflejados para cada sector debido a los ajustes realizados.

3 Excluidas las entidades de crédito y de seguros.

4 Excluidas las entidades de seguros.

El número de entidades que presentaron resultados netos negativos se redujo respecto al ejercicio anterior (37 entidades en el primer semestre de 2011 frente a 43 al cierre de 2010). Asimismo, el importe agregado de las pérdidas anualizadas en el primer semestre de 2011 disminuyó en un 38,6% con respecto al cierre de 2010.

Los resultados negativos se concentraron, por importe, en el sector de la construcción e inmobiliario, donde las pérdidas de 12 entidades sumaron 610 millones de euros, un 67,9% de las pérdidas totales. Sin embargo, el mayor número de entidades con pérdidas pertenece al sector comercio y servicios, donde 16 entidades tuvieron unas pérdidas totales de 205 millones de euros.

Los hechos más destacados en la evolución de los resultados por sectores son los siguientes:

- **Energía.** Todos los márgenes intermedios –EBITDA, resultado de explotación, resultado antes de impuestos y resultados del ejercicio– disminuyeron, a pesar del crecimiento de las ventas. Las tasas de variación del EBITDA y del resultado de explotación fueron negativas en un 3,1% y un 4,7%, respectivamente, por el incremento de los costes de aprovisionamiento debido a: (i) el mayor precio de la energía adquirida; (ii) el *mix* de generación de energía, por la mayor producción de energía térmica convencional y la menor producción de energía hidráulica y nuclear; y (iii) la caída de los márgenes de refino. Los resultados antes de impuestos y del ejercicio disminuyeron en un 10,4% y un 9,8%, respectivamente, en gran medida a causa de operaciones no recurrentes realizadas en el primer semestre de 2010.

- **Industria.** Los resultados aumentaron, aunque con unas tasas de variación significativamente inferiores a las del ejercicio 2010 y con una evolución muy dispar entre las distintas sociedades del sector. Así, el EBITDA y el resultado de explotación crecieron un 4,8% y un 6,9%, respectivamente, por debajo del incremento de ventas, con sociedades que mejoraron sus márgenes por la aplicación de políticas de contención de costes o por haber aprovechado las sinergias generadas en operaciones societarias. Por el contrario, algunas sociedades empeoraron sus márgenes por mantener inalterada su estructura de costes, a pesar de la caída de las ventas, o haber registrado deterioros o gastos no recurrentes.

No obstante, los resultados antes de impuestos y del ejercicio crecieron un 13,6% y un 12,2%, respectivamente, por el incremento de las plusvalías generadas con la enajenación de participaciones.

- **Comercio y servicios.** Los aumentos del EBITDA y del resultado de explotación fueron del 8% y 7%, respectivamente, porcentajes inferiores al crecimiento de ventas, no solo por el incremento de los gastos de aprovisionamiento, sino también por el incremento de los gastos de personal a causa de las regularizaciones y reestructuraciones. Asimismo, aumentaron los gastos de amortización (9,4%) por los efectos derivados de las variaciones en el perímetro de consolidación del ejercicio anterior.

Sin embargo, el resultado antes de impuestos aumentó solo un 4,5% debido a: (i) el incremento de los gastos financieros por la evolución de los tipos de interés y los efectos derivados de las refinanciaciones y (ii) la disminución de los resultados aportados por las sociedades puestas en equivalencia. En sentido contrario, cabe destacar el efecto positivo originado por la evolución de los tipos de cambio y el incremento de los resultados obtenidos por la enajenación de instrumentos financieros.

Finalmente, el resultado neto aumentó un 12,4%, un porcentaje superior a la variación del resultado antes de impuestos, debido a los resultados generados por las operaciones interrumpidas en el primer semestre de 2011.

- **Construcción e inmobiliario.** Fue el único sector con tasas de crecimiento positivas de dos o más dígitos pese a la caída de los ingresos. No obstante, la evolución fue dispar entre las empresas constructoras e inmobiliarias. Por un lado, el EBITDA de las empresas constructoras creció un 19% por las plusvalías obtenidas mediante la enajenación de activos. Descontando el efecto de estas operaciones no recurrentes, el crecimiento del EBITDA hubiese sido del 3,3%. Las tasas de variación del resultado antes de impuestos y del ejercicio se situaron en el 148% y el 151%, respectivamente, por las plusvalías obtenidas con la venta de participaciones. Por el contrario, el EBITDA del subsector inmobiliario fue negativo, aunque ligeramente inferior al del primer semestre de 2010. No obstante, hubo empresas cuyo EBITDA disminuyó significativamente por los deterioros realizados, mientras que el de otras mejoró por las revalorizaciones de su patrimonio en renta en Francia o porque en periodos anteriores habían realizado ventas de activos inmobiliarios a entidades financieras con márgenes negativos. A pesar del crecimiento del EBITDA y del aumento de los resultados aportados por las sociedades puestas en equivalencia, el resultado

antes de impuestos disminuyó un 7,1% por la caída de los ingresos financieros derivados de las quitas.

- **Entidades de crédito.** Las tensiones de liquidez existentes en los mercados causaron, durante el primer semestre del año, una rápida repercusión del incremento de tipos de los depósitos ofrecidos, lo que aumentó los costes de financiación. Esto, unido al incremento de las primas de riesgo de las emisiones de financiación mayorista, provocó un descenso del 2,7% del margen de intereses agregado de las entidades. A pesar del aumento de las comisiones netas y del favorable comportamiento de los tipos de cambio, que permitieron compensar parcialmente la evolución negativa del margen de intereses, el incremento de las pérdidas por deterioro y de los gastos de personal perjudicaron el resultado de explotación, que disminuyó un 13,9%. El deterioro del resto de activos (principalmente bienes inmuebles adjudicados) elevó el descenso del resultado antes de impuestos al 16,3%.

Como resultado del aumento de los gastos generales y los menores márgenes, empeoraron los ratios de eficiencia de bancos y cajas que, a junio de 2011, se situaron en el 41% y el 45,9%, respectivamente, frente al 37,8% y el 41,2% de junio de 2010.

- **Entidades aseguradoras.** El resultado neto del periodo se incrementó en un 14,4% debido, fundamentalmente, a la evolución positiva de los resultados del negocio, con lo que se obtuvieron unos incrementos de primas superiores al incremento de la siniestralidad. Los acuerdos de distribución y *joint venture* realizados por una de las entidades de la muestra permitieron incrementar las primas en un 38% en Brasil (un 20% en el conjunto de América), lo que explica parcialmente el buen comportamiento del sector.

## 4 Rentabilidad del capital y de las inversiones

El gráfico 5 muestra la evolución del ROE (rentabilidad sobre el patrimonio) y el ROI (rentabilidad sobre las inversiones)<sup>9</sup> desde 2007. Tal y como se observa, el ROE en el primer semestre de 2011 mostró un retroceso respecto al cierre del ejercicio 2010, mientras que el ROI exhibió un ligero incremento. Ambos ratios tomaron valores similares a los del cierre de 2009.

Los cuadros 3 y 4 muestran la evolución del ROE y del ROI para las distintas ramas de actividad. Los sectores de la energía, del comercio y servicios y de la construcción e inmobiliario presentaron un empeoramiento de los ratios respecto al cierre del ejercicio anterior. El sector industria disminuyó su ROE y mantuvo el ROI, mientras que el sector de las entidades de crédito y seguros mantuvo el ROE y aumentó el ROI gracias al buen comportamiento del subsector asegurador.

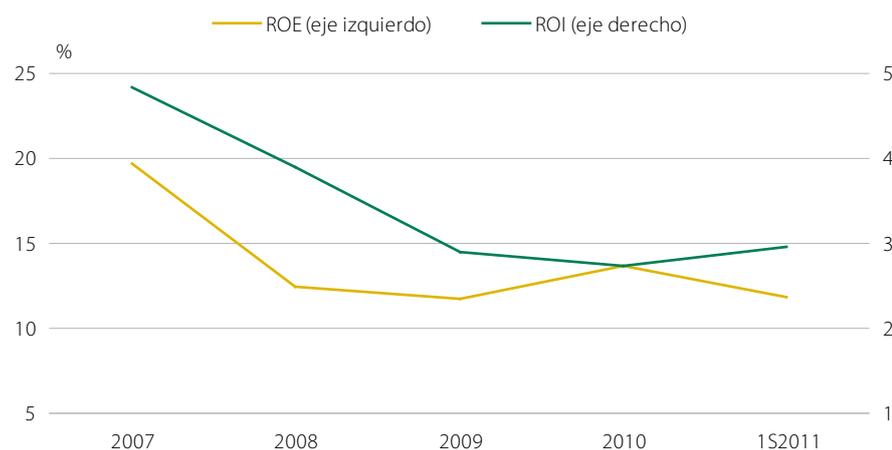
---

9 Para la definición de ROE y ROI empleada en este artículo, véase De Anta Montero, B. y Casado Galán, Ó. (2009). «La evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en el primer semestre de 2009». *Boletín de la CNMV*, Trimestre IV, pp. 41-58. Disponible en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/CNMVTrimestreIV09.pdf>.

El retroceso del ROE en el primer semestre de 2011 se debió a un descenso del 13,7% en el resultado anualizado respecto al resultado de 2010, en parte a causa de las plusvalías generadas en el segundo semestre de dicho ejercicio por operaciones corporativas que suponen un aumento o una disminución del grado de influencia significativa, y que implican la revalorización a precio de mercado de la participación retenida o preexistente. Ajustando el resultado del segundo semestre de 2010 por las mencionadas operaciones, el ROE se situaría en un 12,6%.

## ROE y ROI

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV.

## ROE

CUADRO 3

%	2007	2008	2009	2010	1S2011
Energía	15,9	19,5	13,2	16,2	12,3
Industria	17,7	10,6	6,3	13,8	11,8
Comercio y servicios	32,4	20,1	19,3	21,9	18,2
Construcción e inmobiliario	18,3	-17,6	3,7	6,6	6,2
Entidades de crédito y seguro	19,1	13,0	10,4	10,3	10,4
<b>TOTAL</b>	<b>19,7</b>	<b>12,4</b>	<b>11,7</b>	<b>13,6</b>	<b>11,9</b>

Fuente: CNMV.

## ROI

CUADRO 4

%	2007	2008	2009	2010	1S2011
Energía	9,1	10,5	7,2	9,1	7,9
Industria	11,5	7,7	4,9	9,1	9,2
Comercio y servicios	12,1	8,3	7,7	9,4	7,5
Construcción e inmobiliario	7,8	0,4	3,2	4,5	3,7
Entidades de crédito y seguro	3,8	3,8	2,5	2,0	2,3
<b>TOTAL</b>	<b>4,8</b>	<b>3,9</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>

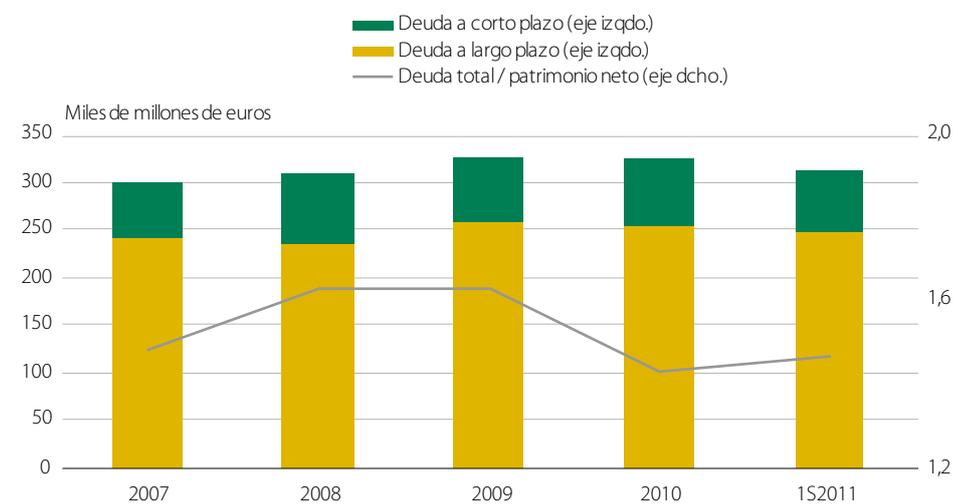
Fuente: CNMV.

## 5 Endeudamiento

El gráfico 6 refleja la evolución del endeudamiento financiero bruto<sup>10</sup> de las entidades no financieras de la muestra.

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

GRÁFICO 6



Fuente: CNMV.

Al cierre del primer semestre de 2011, el endeudamiento financiero bruto ascendió a 313.051 millones de euros, una cifra ligeramente inferior al volumen registrado en 2010, 326.769 millones de euros. El porcentaje de la deuda a corto plazo disminuyó ligeramente con respecto a los niveles de 2010, situándose en el primer semestre de 2011 en un 20,2% sobre el total (21,9% en 2010).

El descenso con respecto al cierre de 2010 se explica porque dos entidades, con un endeudamiento conjunto significativo, una del sector de la energía y otra del sector comercio, dejaron de formar parte de la muestra. Sin considerar dichas entidades en 2010, el nivel de endeudamiento se habría mantenido estable. No obstante, cabe destacar que el aumento del endeudamiento de una empresa industrial y otra constructora, por combinaciones de negocios realizadas en el primer semestre de 2011, compensó el descenso generalizado del nivel de apalancamiento.

La ratio de apalancamiento agregada, que relaciona las deudas con el patrimonio neto, se situó en 1,46 veces los recursos de capital en el primer semestre de 2011, frente a 1,43 al cierre de 2010.

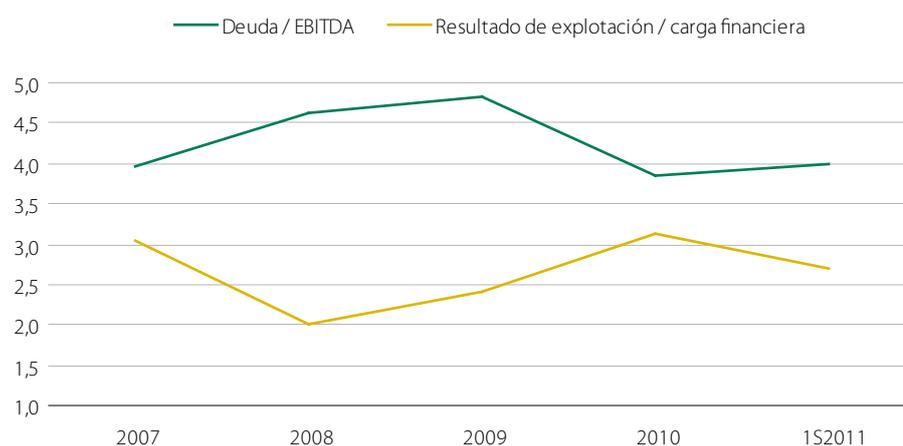
El gráfico 7 recoge la evolución de las ratios de cobertura del endeudamiento y la carga financiera a través del EBITDA y del resultado de explotación. La ratio de cobertura de la deuda (deuda total/EBITDA), que mide el número de años necesarios para pagar la deuda asumida si se mantuviera constante el EBITDA, empeoró

10 El endeudamiento financiero bruto se define como la suma de las deudas con las entidades de crédito y las emisiones de obligaciones y valores negociables.

ligeramente en el primer semestre de 2011 con respecto a 2010, pero sin alcanzar los niveles de 2008 y 2009, hasta situarse en 3,99 años (3,84 años en 2010). Por su parte, la ratio de cobertura de los gastos financieros (EBIT/gastos financieros) disminuyó hasta situarse en 2,70 veces (3,12 veces en 2010). El empeoramiento de ambas ratios se debió a la caída de los resultados anualizados del primer semestre de 2011 con respecto a los resultados generados en el ejercicio 2010.

## Ratios de cobertura

GRÁFICO 7



Fuente: CNMV.

El cuadro 5 muestra la evolución del nivel de endeudamiento y las principales ratios relacionadas por ramas de actividad.

El sector de la energía continuó reduciendo su endeudamiento por las amortizaciones de deuda, gracias a la utilización del importe cobrado con las colocaciones del déficit de tarifa del sistema eléctrico realizadas por el FADE (Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico). Pese a la disminución de la deuda del sector, las ratios de cobertura de la deuda y del gasto financiero empeoraron por la caída del resultado.

El aumento de la deuda del sector industrial tuvo su origen en la financiación obtenida para una combinación de negocios.

El descenso de la deuda del sector de comercio y servicios se explica porque una sociedad con endeudamiento significativo no formó parte de la muestra en el primer semestre de 2011. Sin considerar dicha sociedad, la ratio de apalancamiento hubiera empeorado por la caída en el patrimonio neto debido a los dividendos pagados en el primer semestre de 2011.

En el primer semestre de 2011, el sector de la construcción e inmobiliario volvió a incrementar ligeramente su nivel de endeudamiento por las combinaciones de negocios realizadas. No obstante, la ratio de apalancamiento mejoró debido al aumento del patrimonio neto por la primera consolidación de nuevas sociedades y las ampliaciones de capital por compensación de créditos llevadas a cabo en el marco de las refinanciaciones de la deuda. Las ratios del sector presentaban los mayores niveles de riesgo financiero, con cifras muy alejadas del resto de sectores.

## Evolución del endeudamiento por ramas de actividad

CUADRO 5

Millones de euros		2007	2008	2009	2010	1S2011
<b>Energía</b>	<b>Deuda</b>	<b>69.172</b>	<b>82.608</b>	<b>100.572</b>	<b>98.283</b>	<b>90.815</b>
	Deuda / patrimonio	0,78	0,89	1,08	0,95	0,90
	Deuda / EBITDA	2,48	2,82	3,46	2,81	2,83
	Rtdo. explotación / carga financiera	4,10	3,67	3,38	4,15	3,98
<b>Industria</b>	<b>Deuda</b>	<b>13.312</b>	<b>15.645</b>	<b>15.953</b>	<b>14.948</b>	<b>17.830</b>
	Deuda / patrimonio	0,61	0,69	0,69	0,58	0,67
	Deuda / EBITDA	1,82	2,71	3,05	2,11	2,70
	Rtdo. explotación / carga financiera	5,93	3,41	3,15	5,00	4,27
<b>Comercio y servicios</b>	<b>Deuda</b>	<b>96.941</b>	<b>112.322</b>	<b>108.579</b>	<b>115.413</b>	<b>104.471</b>
	Deuda / patrimonio	1,70	2,14	1,78	1,60	1,90
	Deuda / EBITDA	3,01	3,58	3,70	3,38	3,54
	Rtdo. explotación / carga financiera	3,23	2,86	3,28	3,94	2,79
<b>Construcción e Inmobiliario</b>	<b>Deuda</b>	<b>138.933</b>	<b>119.788</b>	<b>104.762</b>	<b>99.917</b>	<b>101.605</b>
	Deuda / patrimonio	3,08	3,77	4,08	3,42	3,08
	Deuda / EBITDA	10,83	31,87	22,48	11,18	14,05
	Rtdo. explotación / carga financiera	1,17	0,01	0,31	0,98	0,72
<b>Ajustes*</b>	<b>-17.391</b>	<b>-20.802</b>	<b>-1.908</b>	<b>-1.792</b>	<b>-1.670</b>	
<b>TOTAL</b>	<b>Deuda</b>	<b>300.967</b>	<b>309.561</b>	<b>327.958</b>	<b>326.769</b>	<b>313.051</b>
	Deuda / patrimonio	1,48	1,63	1,63	1,43	1,46
	Deuda / EBITDA	3,96	4,63	4,82	3,84	3,99
	Rtdo. explotación / carga financiera	3,03	2,01	2,42	3,12	2,70

Fuente: Elaboración propia.

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

## 6 Morosidad y solvencia de las entidades de crédito

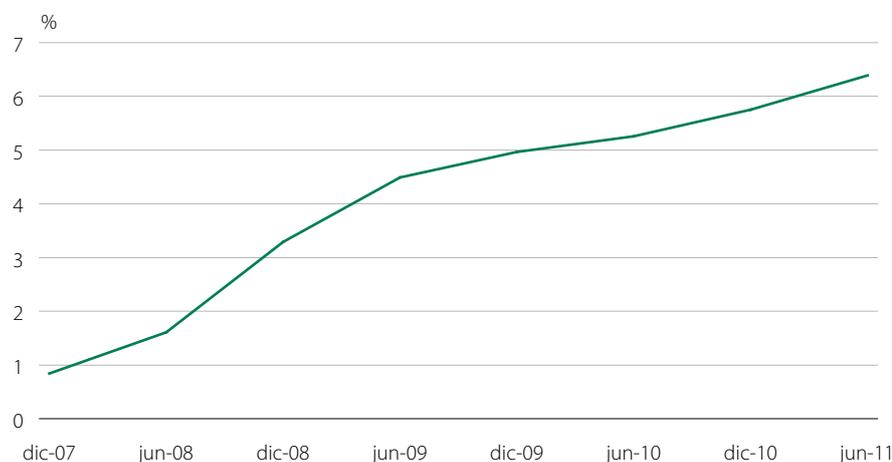
Dada la particular situación que vive el sector financiero y los procesos de reestructuración que se produjeron en el primer semestre de 2011, es oportuno incluir un apartado específico sobre la evolución de las entidades de crédito y, en particular, sobre las ratios de crecimiento de la inversión crediticia, morosidad y solvencia de dichas entidades.

La tasa de variación agregada de la inversión crediticia pasó a ser negativa (-0,1%), tras mostrar crecimientos leves en los últimos semestres, como consecuencia de varios factores contractivos, entre los que se incluye un empeoramiento en las condiciones de financiación de las propias entidades de crédito, un mayor grado de aversión al riesgo a la hora de aceptar operaciones y un aumento en la baja de activos como consecuencia del mayor número de créditos fallidos.

El siguiente gráfico muestra la evolución de la tasa de morosidad de las entidades de crédito en las operaciones crediticias con otros sectores residentes (familias y empresas) desde el ejercicio 2007 hasta el primer semestre del ejercicio 2011.

### Evolución de la ratio de morosidad de las entidades de crédito

GRÁFICO 8



Fuente: Banco de España.

En el primer semestre de 2011 se mantuvo la tendencia alcista de la morosidad iniciada en 2007. Esta evolución negativa, en línea con las principales magnitudes macroeconómicas y, en particular, con la mala evolución de la tasa de desempleo, que alcanzó el 20,9% en junio, se vio acentuada por la exposición de las entidades de crédito al sector de la construcción y promoción inmobiliaria. El aumento de los activos dudosos en el semestre fue significativo, con un crecimiento del 10%<sup>11</sup> con respecto a diciembre de 2010 (5,5% desde junio a septiembre de 2011), lo que unido a la disminución de la inversión crediticia, explica un crecimiento de la tasa de mora superior a la del semestre anterior.

El aumento producido en la morosidad desde el segundo semestre de 2007 se ha mantenido en línea con el incremento en el volumen de refinanciaciones y adquisiciones o adjudicaciones de activos, especialmente inmobiliarios. Los bienes recibidos en pago de deudas se clasifican en el balance de los grupos financieros, generalmente, en el epígrafe de activos no corrientes en venta, con la excepción de las promociones en curso y los activos arrendados, que se clasifican en los epígrafes de otros activos (existencias e inmovilizado material e inversiones inmobiliarias, respectivamente). Las tasas de variación positivas de los activos no corrientes en venta, activos materiales y resto de activos que se totalizaron en el primer semestre de 2011 ascendían al 9,9%, 8,7% y 7,3%, respectivamente, respecto al cierre de 2010.

La tasa de cobertura del riesgo de crédito<sup>12</sup> se situó en el 62,3% (77,14% a septiembre de 2011), un 8% inferior a la existente en diciembre de 2010 y similar a la existente en junio de 2010. Los esfuerzos que están realizando las entidades en cuanto a

11 Datos obtenidos del *Boletín Estadístico*, Banco de España.

12 Definida como las correcciones de valor por deterioro de activos entre saldo dudoso.

dotación de provisiones han permitido estabilizar las ratios de cobertura entre el 60% y el 75% desde diciembre de 2008<sup>13</sup>.

El patrimonio neto a junio de 2011 se incrementó un 1,2% con respecto a diciembre de 2010, por la política de reforzamiento de capital ante la situación económica general, incluyendo los requisitos de capitalización establecidos en el Real Decreto-Ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero, que, con independencia de posibles prórrogas para aquellas entidades en proceso de reestructuración (el plazo general para cumplir con los requisitos contenidos en la citada norma era el 30 de septiembre de 2011), exige un nivel mínimo de capital principal<sup>14</sup> del 8% en sus exposiciones totales ponderadas por riesgo, o del 10% para aquellas entidades de crédito que tengan un coeficiente de financiación mayorista superior al 20% conforme a la definición establecida por el Banco de España y que no tengan distribuidos títulos representativos de su capital social o derechos de voto por, al menos, un porcentaje igual o superior al 20% del mismo a terceros, incluidos accionistas o socios)<sup>15</sup>.

Los componentes del patrimonio neto evolucionaron de la siguiente forma: (i) los fondos propios se incrementaron en un 2,6% en el primer semestre; (ii) los ajustes de valoración se mantienen negativos y se incrementan en un 184%, principalmente por el descenso en las cotizaciones de los activos disponibles para la venta; y (iii) los intereses minoritarios aumentaron en un 24,4%.

La ratio de patrimonio neto sobre el activo total permaneció invariable durante el primer semestre de 2011 en el 6,6%.

Por último, en julio de 2011, se publicaron los resultados de las pruebas de resistencia ante escenarios adversos (*stress test*) efectuadas a distintas entidades financieras europeas. De las 25 entidades españolas que se sometieron a la prueba, cinco no la superaron, si bien todas ellas superaban la ratio exigida (5%) una vez que se incluían las provisiones genéricas en el cómputo de la ratio de referencia<sup>16</sup>.

## 7 Flujos de efectivo

En el gráfico 9 se muestra la evolución agregada de los flujos de efectivo generados en los primeros semestres de 2010 y 2011 por las entidades de la muestra, distinguiendo entre los flujos derivados de las actividades de explotación, de inversión y de financiación, y correspondiendo los totales a la variación del efectivo y sus equivalentes en el periodo. Además, se diferencian las entidades no financieras de las entidades de crédito y seguros, dada la distinta naturaleza de sus actividades.

---

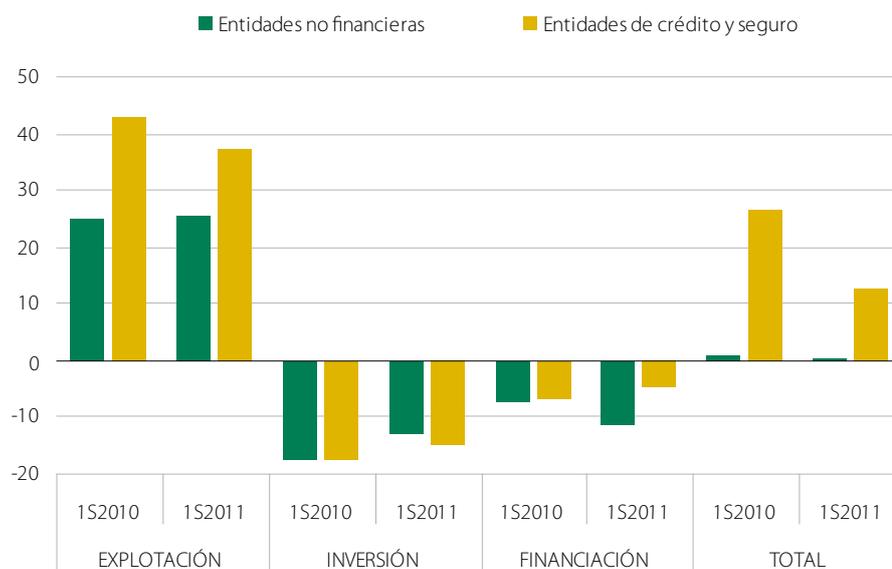
13 Véase nota al pie 11.

14 Compuesto de capital social, reservas, primas de emisión, resultados, ajustes por valoración, participaciones representativas de intereses minoritarios, instrumentos suscritos por el FROB y ciertas emisiones de deuda, todo ello minorado por activos inmateriales.

15 Artículos 1.1 y 1.2 del citado Real Decreto-Ley 2/2011, de 18 de febrero.

16 En el cómputo de la ratio de referencia Core Tier 1 no se incluyen las obligaciones convertibles, las provisiones genéricas ni determinadas desinversiones/plusvalías.

Millones de euros



Fuente: CNMV.

A continuación se analiza en detalle la evolución de los flujos de efectivo a nivel sectorial:

- **Entidades no financieras.** En términos agregados, los flujos de caja generados en las actividades de explotación aumentaron un 2,6% (651 millones de euros), respecto al mismo periodo del año anterior. Los flujos generados fueron utilizados para realizar: (i) inversiones netas por un valor de 12.989 millones de euros; (ii) pagos por actividades de financiación por un valor de 11.509 millones de euros; y (iii) aumentar el saldo de efectivo y equivalentes en 475 millones de euros. Las diferencias de cambio supusieron 100 millones de euros. Las inversiones del periodo ascendieron a 29.496 millones de euros, que se compensaron parcialmente por el notable incremento de las desinversiones del sector energético (12.988 millones de euros). Las salidas netas por actividades de financiación experimentaron un incremento significativo de 4.163 millones de euros, debido en gran medida al aumento de los dividendos pagados en el periodo (2.309 millones de euros).
- **Entidades de crédito y aseguradoras.** La ausencia de liquidez de los mercados financieros ha motivado que las entidades de crédito hagan un esfuerzo adicional a la hora de aumentar las cuentas de efectivo y equivalentes. Así, al cierre del primer semestre de 2011, el estado de los flujos de efectivo del conjunto de las entidades de crédito reflejaba un incremento neto de efectivo y equivalentes de 13.189 millones de euros, un 12,4% superior al existente al cierre del primer semestre de 2010.

Las actividades de explotación generaron flujos por valor de 36.790 millones de euros, que se vieron mermados por actividades de inversión y cancelación de pasivos, entre las que destacaron los pagos realizados por una entidad en la compra de entidades en el extranjero.

Las compañías aseguradoras, a pesar del buen comportamiento de los flujos de explotación, que aumentaron en 403 millones de euros en el semestre, redujeron sus cuentas de efectivo en 261 millones de euros, como consecuencia de un mayor desembolso en actividades de inversión y financiación. Destaca, en este sentido, la compra por parte de una entidad aseguradora de la participación que una entidad financiera tenía en otra compañía aseguradora.

## 8 Número de empleados

El cuadro 6 muestra la plantilla media y agregada para las seis ramas de actividad en los primeros semestres de 2011 y 2010 y en él se observa un incremento interanual de la plantilla media del 8,0%.

### Plantilla media por ramas de actividad

CUADRO 6

	1S2010	1S2011	Variación (%)
Energía	121.437	121.877	0,4
Industria	240.432	254.524	5,9
Comercio y servicios	657.841	713.788	8,5
Construcción e inmobiliario	361.405	411.114	13,8
Entidades de crédito	347.480	367.298	5,7
Entidades de seguros	40.922	42.317	3,4
Ajustes*	-4.071	-3.840	-5,7
<b>TOTAL</b>	<b>1.765.446</b>	<b>1.907.078</b>	<b>8,0</b>

Fuente: CNMV.

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

La plantilla media aumentó en todos los sectores, y en mayor medida en los sectores de la construcción e inmobiliario y de comercio y servicios, principalmente, por el crecimiento fuera de España debido a operaciones corporativas.

En cuanto a las entidades de crédito, la plantilla media agregada registró en el primer semestre de 2011 un aumento del 5,7% respecto al mismo periodo del año anterior, influenciada por la adquisición de entidades en el extranjero. El coste medio anualizado por empleado se ha incrementado con respecto al ejercicio anterior en un 4,6% (56.000 euros frente a 53.000 euros en 2010), debido fundamentalmente al incremento de los gastos de personal por prejubilaciones en entidades que están cerrando oficinas o acometiendo planes de reestructuración. En este contexto, el número de oficinas disminuyó un 2,1% durante el periodo.

A nivel agregado, el coste medio anualizado por empleado ascendió a, aproximadamente, 37,2 miles de euros en el primer semestre de 2011, frente a 37,4 miles en el mismo periodo del ejercicio anterior.

## 9 Dividendos

Los dividendos distribuidos en el primer semestre de 2011 ascendieron a 10.776 millones de euros. El cuadro 7 muestra los dividendos repartidos en los primeros semestres de 2011 y 2010 por ramas de actividad.

### Dividendos distribuidos por ramas de actividad

CUADRO 7

	1S2010	1S2011	Variación (%)
Energía	927	1.579	70,3
Industria	604	813	34,6
Comercio y servicios	3.507	4.620	31,7
Construcción e inmobiliario	508	757	49,0
Entidades de crédito	3.634	2.714	-25,3
Entidades de seguros	271	292	7,7
Ajustes*	-13	1	-
<b>TOTAL</b>	<b>9.438</b>	<b>10.776</b>	<b>14,2</b>

Fuente: CNMV.

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

En términos agregados, aumentaron los dividendos totales repartidos por las entidades cotizadas en un 14,2%. Así, solo el sector de las entidades de crédito se produjo una disminución de los dividendos repartidos respecto al mismo periodo del ejercicio anterior, debido a que parte de la retribución se realizó mediante la entrega de acciones liberadas.

Cabe destacar los incrementos de los siguientes sectores: (i) energía, por el distinto patrón temporal en la distribución de dividendos de una sociedad con peso significativo en la muestra; y (ii) comercio y servicios, por el pago de dividendos contra reservas y el reparto de las plusvalías generadas por la venta de participaciones societarias durante el primer semestre de 2011.

## 10 Conclusiones

El beneficio neto agregado del conjunto de las sociedades cotizadas en el primer semestre de 2011 disminuyó en un 1,0% respecto al mismo periodo del ejercicio anterior, con lo que se rompe la tendencia de crecimiento existente en 2010. Esta evolución estuvo condicionada por el comportamiento negativo de los sectores de las entidades de crédito y de la energía, que presentaron tasas de crecimiento negativas.

La tasa de crecimiento del beneficio neto agregado de las entidades no financieras se desaceleró durante el primer semestre de 2011 en algo más de 30 p.p. respecto al segundo semestre de 2010, hasta el 8,3%, destacando (i) la tasa de crecimiento negativa del sector de la energía por operaciones no recurrentes (del -9,8%, tras experimentar un ritmo de avance del 38% en el segundo semestre de 2010); (ii) la disminución en

las tasas de crecimiento de los sectores industrial y de comercio y servicios; y (iii) el cambio producido en el sector de la construcción e inmobiliario, que pasó de registrar pérdidas a obtener beneficios, impulsado por el sector de la construcción, gracias a las plusvalías obtenidas con la enajenación de activos y participaciones.

Los beneficios de las entidades de crédito, que descendieron un 14,3% con respecto al primer semestre de 2010, continuaron condicionados por las provisiones por morosidad, las pérdidas por deterioro de activos, la intensificación de la competencia en la captación de pasivo y las dificultades de acceso a la financiación en los mercados mayoristas.

En el primer semestre de 2011, las entidades no financieras prácticamente no generaron flujos de efectivo debido a las inversiones y al incremento de los dividendos pagados, pese a las desinversiones realizadas y los flujos de explotación generados. En este contexto, el nivel de endeudamiento se mantuvo constante con un descenso generalizado del nivel de apalancamiento, compensado por la financiación obtenida para llevar a cabo las operaciones corporativas específicas.

Las entidades de crédito, en cambio, aumentaron sus flujos de tesorería derivados del aumento de los tipos de interés, la contracción de la inversión crediticia y las políticas de pago de dividendos con acciones. En particular, estas últimas contribuyeron al aumento del patrimonio neto de las entidades en un 1,2% con respecto al cierre de 2010. No obstante, los incrementos continuados en la ratio de morosidad y en el volumen de adjudicaciones y daciones en pago de deuda reflejan las dificultades a las que se enfrentan las entidades de crédito ante la debilidad de la actividad económica general.



# Fondos cotizados: características y desarrollos recientes

Carlos Aparicio Roqueiro y Fco. Javier González Pueyo (\*)

(\*) Carlos Aparicio Roqueiro y Fco. Javier González Pueyo pertenecen al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.



# 1 Introducción

Los primeros fondos cotizados (*exchange-traded funds*, ETF) aparecieron en Canadá en 1990. Desde entonces, según datos de la gestora BlackRock, el patrimonio gestionado por estos fondos ha crecido a una tasa promedio del 40% anual, hasta alcanzar en la primera mitad de 2011 los 1,4 billones de dólares<sup>1</sup>, agrupados en cerca de 2.800 fondos. Los ETF están presentes en más de 40 mercados secundarios de todo el mundo. En particular, un total de 69 fondos de este tipo cotizan en un segmento específico de Bolsas y Mercados Españoles (BME). Junto al crecimiento en el patrimonio gestionado y en el número de fondos, se ha producido un aumento en la variedad de sus activos de referencia, que han pasado de concentrarse en grandes índices de referencia bursátil a incorporar, cada vez con mayor frecuencia, activos relativamente ilíquidos. A su vez, la propia estructura financiera empleada para replicar las rentabilidades de los activos de referencia ha variado e incluye ahora, en muchos casos, contratos de derivados OTC (siglas en inglés de *over-the-counter*).

La rápida expansión de estos productos se ha apoyado en una serie de indudables ventajas para los inversores, tanto de carácter específico como comunes a otros productos de inversión. Así, estos fondos permiten a un inversor acceder a múltiples activos, utilizando estrategias relativamente sofisticadas, con objetivos de rentabilidad establecidos explícitamente a través de índices de referencia, y mediante procedimientos de adquisición y venta relativamente sencillos y económicos.

El propio crecimiento del sector y los cambios en el diseño de sus carteras de activos, en particular la utilización cada vez más frecuente de estructuras complejas, han suscitado una atención cada vez mayor por parte de diversos organismos internacionales y autoridades reguladoras, interesados en sus posibles implicaciones sobre la estabilidad financiera. Así, por ejemplo, el Financial Stability Board (en adelante FSB) publicó un documento en abril de 2011<sup>2</sup> en el que argumentaba que la reciente ola de innovación financiera en el mercado de ETF hacía necesaria una mayor vigilancia por parte de los supervisores de sus potenciales riesgos. Debe señalarse, no obstante, que estos efectos potenciales no son exclusivos de los fondos cotizados, ya que también pueden estar asociados a otros fondos y vehículos de inversión que utilicen instrumentos derivados OTC.

Otros aspectos relacionados con los ETF también han suscitado un notable interés por parte de los reguladores más directamente relacionados con la protección de los inversores y usuarios de servicios financieros. En particular, cabe destacar una

---

1 Esta cifra es similar al patrimonio gestionado por los *hedge funds* pero aún se sitúa muy por debajo de los más de 20 billones de dólares de patrimonio del total de la industria global de fondos.

2 Financial Stability Board (2011). *Potential financial stability issues arising from recent trends in Exchange-Traded Funds (ETFs)*. Disponible en [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_110412b.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110412b.pdf).

atención creciente hacia la comercialización minorista de fondos cotizados con estructuras complejas, así como a los posibles efectos de la expansión de los fondos cotizados sobre la formación de precios de los valores de referencia.

El presente artículo ofrece una descripción de este tipo de fondos y de sus riesgos potenciales, tanto en el ámbito de la estabilidad financiera como en el de la protección del inversor. Con este fin, el artículo se organiza como sigue. En la sección 2 se describen los aspectos esenciales de estos productos y sus estructuras financieras. En la sección 3 se analizan los riesgos potenciales para la protección del inversor y la estabilidad y el funcionamiento ordinario de los mercados financieros, así como las discusiones actuales sobre la mejora en su supervisión. En la sección 4, se exponen las conclusiones. El artículo se acompaña de un anexo en el que se analiza brevemente el error de seguimiento asociado a la réplica de índices, una estrategia ofrecida por la mayor parte de los ETF, con datos sobre su incidencia en los fondos negociados en España.

## 2 Aspectos básicos de los ETF

Los ETF son fondos de inversión cuya principal particularidad es que sus participaciones se negocian en mercados secundarios. A diferencia de las participaciones de los fondos tradicionales, que solamente se pueden suscribir o reembolsar a su valor liquidativo<sup>3</sup> (que necesariamente se calcula tras el cierre de cada sesión), las participaciones en ETF se compran y venden en un mercado secundario. En el mercado español, los fondos cotizados aparecieron por primera vez en 2006, y se negociaban en un segmento específico de BME.

Los fondos cotizados permiten la inversión en una amplia gama de activos que en muchos casos resultarían difícilmente accesibles a los inversores, especialmente a los inversores minoristas, como índices, materias primas y mercados emergentes. Ofrecen, por tanto, las ventajas de la diversificación propias de los fondos de inversión. A ello debe sumarse que su cotización en mercados secundarios permite a los inversores habituados a operar en estos mercados tomar y deshacer posiciones de una manera similar a otros activos cotizados, como acciones y bonos.

Otra de las ventajas de los ETF que los inversores aprecian proviene de que, en su gran mayoría, la política de inversión se basa en el seguimiento de índices de referencia de una forma pasiva y, por tanto, relativamente poco costosa. En principio, este seguimiento permite al inversor institucional o minorista tomar o cubrir sus posiciones en distintos mercados a la vez que establece un marco de referencia claro sobre la política de inversión del fondo.

Estas características han generado una importante demanda de este tipo de producto. Así, como se observa en el gráfico 1, el crecimiento del número de ETF y del patrimonio gestionado por ellos ha sido exponencial durante la última década.

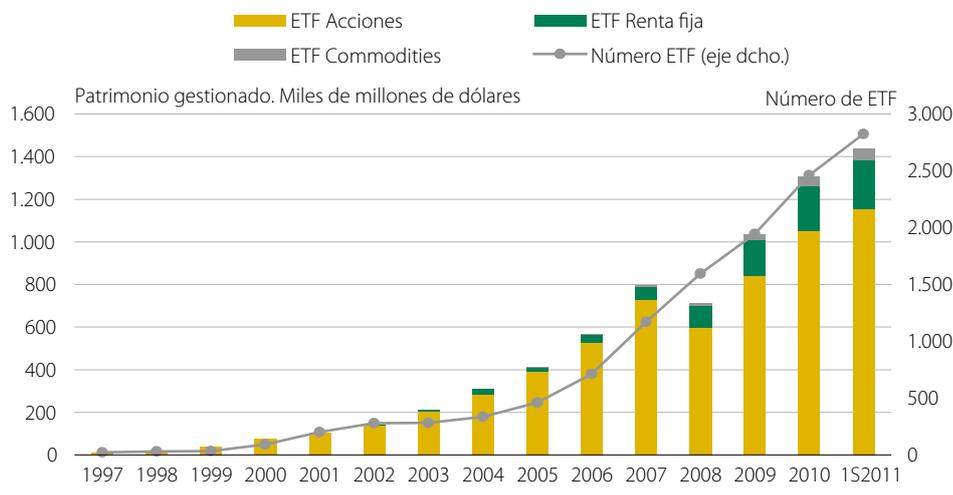
---

3 Entendido como la ratio entre el valor total de la cartera del fondo neto de gastos y el número de participaciones.

Además, durante ese periodo ha variado notablemente la composición de su cartera, ya que si en su origen esta se limitaba en la práctica a la inversión en renta variable, al cierre del primer semestre de 2011, suponía el 80,2% del patrimonio; la renta fija, el 16,2%; y las materias primas, el 3,6%.

## Evolución del número global de ETF y su patrimonio

GRÁFICO 1



Fuente: BlackRock, *EFT Landscape. H1-2011*.

Los fondos cotizados suelen estar indexados, es decir, su política de inversión típicamente replica el comportamiento de un determinado índice de referencia (por ejemplo, el Ibex 35). También existen fondos cotizados denominados «inversos», en los que se replica la variación opuesta del índice de referencia, de modo que su rentabilidad sea positiva cuando el índice pierda valor y negativa cuando el índice incremente su cotización. Así, la inversión en fondos cotizados inversos es equivalente al mantenimiento de posiciones bajistas sobre los índices de referencia.

En cuanto al perfil inversor en estos productos, existen diferencias entre Europa y EE.UU. En Europa, de acuerdo con datos de la gestora BlackRock<sup>4</sup>, el 80% del patrimonio gestionado por los fondos cotizados pertenece a clientes institucionales, mientras que en EE.UU. estos, en su mayoría *hedge funds*, representan la mitad del mercado, con la otra mitad copada por los inversores minoristas. En Europa, la mayoría de los fondos cotizados cumplen los requisitos de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre determinados organismos de inversión colectiva (UCITS), lo que posibilita su comercialización dentro de los Estados Miembros de la UE como productos no complejos. En cuanto a las gestoras, en Europa, de acuerdo con datos de Deutsche Bank<sup>5</sup>, estas presentan un alto grado de concentración, y seis de ellas reúnen el 80% del patrimonio gestionado por los fondos cotizados.

4 Según Ramaswamy, S. (2011). *Market structures and systemic risk of Exchange traded funds*. BIS Working Paper nº 343. Disponible en <http://www.bis.org/publ/work343.pdf>.

5 Deutsche Bank (2011). *In the ETF labyrinth, where does the thread begin?* ETF Research-Industry perspective. Disponible en [http://www.etf.db.com/UK/pdf/EN/research/researchresearchSpecial\\_2011\\_07\\_07\\_ETF\\_Industry\\_Perspective.pdf](http://www.etf.db.com/UK/pdf/EN/research/researchresearchSpecial_2011_07_07_ETF_Industry_Perspective.pdf).

Para llevar a cabo su estrategia de inversión, los fondos pueden tomar directamente posiciones en los activos que componen su índice de referencia o realizarlo mediante la contratación de instrumentos derivados con otras entidades. Ambos mecanismos se describen en detalle a continuación.

## 2.1 Fondos cotizados físicos

Inicialmente, las gestoras replicaban el comportamiento del índice de referencia del fondo mediante la compra de las acciones integrantes en la misma proporción que aparecían en el mismo. Este tipo de fondo cotizado se conoce como «físico», ya que las acciones/activos de referencia se encuentran registrados a nombre de la gestora. El coste de replicar el índice mediante la compra de todos los activos constituyentes es mayor en aquellos con un amplio número de activos o que incluyen valores de poca liquidez. Para reducir estos costes de réplica, algunos fondos comenzaron a utilizar técnicas estadísticas para seleccionar una cesta de los activos constituyentes del índice en lugar de la totalidad de las acciones, de manera que se lograra una elevada correlación con el índice a la vez que se reducían los costes de transacción y de mantenimiento de un número elevado de activos.

Así pues, uno de los riesgos que deben tener en cuenta los inversores de los fondos físicos es la posibilidad de que la cartera de activos seleccionada no replique exactamente el comportamiento del índice de referencia, exponiendo a los partícipes al denominado error de seguimiento o *tracking error*, que se analiza brevemente en el anexo, con un ejemplo ilustrativo de su incidencia en el caso español. Este error de seguimiento puede provocar que el inversor final experimente un riesgo de mercado imprevisto en su cartera.

## 2.2 Fondos cotizados estructurados

Con el tiempo, las gestoras han ido desarrollando nuevas estructuras para replicar la rentabilidad de los índices de referencia con el objetivo de reducir los costes de transacción asociados a esta práctica mediante la adquisición de múltiples activos y el *tracking error* asociado a una correlación imperfecta entre la cartera del fondo y el índice. El desarrollo de nuevas estrategias de réplica ha dado lugar a los denominados «fondos estructurados», cuya principal característica es la utilización de instrumentos financieros derivados OTC, que proporcionan la rentabilidad del índice de referencia.

Una típica estrategia de inversión es aquella en la que la gestora acuerda con una contraparte, habitualmente una entidad financiera, un contrato de permuta de activos o *total return swap*. Este derivado permite a la gestora recibir los rendimientos del índice referenciado a cambio del pago de una comisión periódica a la contraparte. Adicionalmente, el fondo entrega a esta última el patrimonio en efectivo y esta entrega unos activos en garantía (*collateral*) por dicho patrimonio. Un aspecto clave que se analizará posteriormente es precisamente el tipo y la calidad de los activos entregados como garantía por parte de la entidad financiera.

Los fondos cotizados estructurados han tenido un mayor desarrollo en Europa (unos 110.000 millones de dólares de patrimonio en septiembre de 2011<sup>6</sup>) que en EE.UU., donde la normativa es más restrictiva respecto a la utilización de instrumentos derivados por parte de las instituciones de inversión colectiva (IIC). En concreto, en EE.UU., de acuerdo con la *Investment Company Act*, las gestoras deben mantener al menos el 80% de su patrimonio invertido en activos que entren dentro de la categoría descrita por la denominación del fondo. En Europa, la normativa permite la inversión en derivados no negociados en mercados organizados (OTC) siempre que cumplan con los siguientes requisitos: i) la exposición del fondo no puede superar el 100% de su patrimonio (es decir, se limita el apalancamiento); ii) el riesgo de contraparte frente a una misma entidad está limitado al 10% del patrimonio; y iii) las primas pagadas por opciones no pueden superar el 10% del valor del patrimonio del fondo.

Dentro de la categoría de fondos cotizados estructurados se encuentran los «fondos apalancados», que ofrecen rentabilidades dos y tres veces superiores a las del índice de referencia. También existen fondos inversos con apalancamiento con el doble o el triple de rentabilidad del índice de referencia. Normalmente, este tipo de fondos deben considerarse como un instrumento financiero complejo, ya que la estructura de rentabilidad y la utilización de derivados para lograrla suponen unos riesgos de difícil asimilación y comprensión para los inversores.

Los fondos estructurados reducen o eliminan el riesgo de réplica del índice trasladando la posibilidad de materialización del mismo a la contrapartida que ofrece el derivado. Sin embargo, el inversor incurre a cambio en un riesgo de crédito asociado a la contraparte del instrumento derivado. Así pues, la utilización de derivados OTC por estos fondos estructurados conlleva los mismos riesgos potenciales detectados para el mercado OTC en su conjunto, y en consecuencia, deberían resultar aplicables las recomendaciones y reformas en curso emanadas del G-20 en el contexto de la reforma financiera internacional.

### Principales diferencias entre fondos cotizados físicos y estructurados

CUADRO 1

	Fondos cotizados físicos	Fondos cotizados estructurados
<b>Estrategia de inversión</b>	– Réplica mediante la compra de activos.	– Réplica mediante <i>swaps</i> para recibir los rendimientos (+/-) del índice.
<b>Riesgo de contraparte</b>	– Los producidos directamente por la inversión en activos o por el posible préstamo de valores.	– Con la contraparte del <i>swap</i> – Según UCITS limitado al 10% del patrimonio.
<b>Garantías</b>	– El fondo posee los valores del índice.	– La contraparte del <i>swap</i> deposita activos por al menos el 90% del valor actual del fondo.
<b>Rendimientos</b>	– Sujetos a <i>tracking error</i> si la cartera es diferente al índice de referencia.	– La contraparte del <i>swap</i> garantiza los rendimientos del índice.

6 Según datos de BlackRock, *ETF Landscape. H1-2011*.

### 3 Riesgos potenciales de los ETF y posibles mejoras en su supervisión

Como cualquier otro activo cotizado, o vinculado a activos cotizados, los partícipes en este tipo de fondos están sujetos al riesgo de mercado. En este caso, resulta particularmente relevante el riesgo de seguimiento asociado a las estrategias de réplica de índices, puesto que, como se ha señalado, la mayoría de los ETF ofrecen políticas de inversión en esta línea. Así pues, un inversor minorista o institucional que invierta en fondos cotizados con el objetivo de obtener la rentabilidad de un determinado índice, ya sea para tomar una posición directa o para cubrir otros riesgos de su cartera, puede encontrarse en situaciones en las que la rentabilidad percibida sea distinta a la esperada. Para recabar la atención de los inversores sobre los riesgos de mercado resulta esencial mantener y, en lo posible, mejorar los niveles de transparencia actualmente exigidos en relación con la información suministrada a los inversores por parte de las gestoras.

Sin embargo, el interés suscitado por los ETF durante los últimos meses entre las autoridades económicas y los foros internacionales relacionados con la regulación y supervisión de los mercados financieros proviene, sobre todo, de su intenso crecimiento en el patrimonio gestionado, del empleo de estructuras con instrumentos derivados cada vez más complejas para conseguir la rentabilidad de los activos de referencia y de su difusión entre los inversores minoristas, especialmente en el mercado de EE.UU. Este interés se concentra especialmente en los mecanismos para la mejor protección de los inversores y en el ámbito de la estabilidad financiera.

Dos documentos del Banco de Pagos de Basilea (BIS) y del Financial Stability Board (FSB) en el primer semestre de 2011<sup>7</sup> y otro más reciente del European Systemic Risk Board (ESRB)<sup>8</sup> apuntan en la segunda dirección, destacando los potenciales riesgos sistémicos de los fondos cotizados. Las tres instituciones se centran en el riesgo de contrapartida en que incurren los fondos y en los activos utilizados como garantía del contrato de derivados.

Con independencia de la perspectiva sistémica, la posibilidad de que se comercialicen entre los inversores minoristas estructuras complejas, con riesgos de contrapartida potencialmente significativos, requiere un tratamiento regulador y supervisor de las prácticas de comercialización de estos productos que garantice un adecuado nivel de protección de los inversores. Los problemas en el ámbito de la protección de los inversores minoristas se ven acentuados por la posibilidad de que se produzcan conflictos de interés relevantes entre las gestoras de los fondos y las entidades del grupo financiero al que pertenecen, ya que las segundas podrían obtener financiación de estos vehículos de inversión mediante la colocación o venta de los mismos de activos con escasa liquidez.

---

7 Véanse Ramaswamy (2011), op. cit. y Financial Stability Board (FSB) (2011). *Potential financial stability issues arising from recent trends in Exchange-Traded Funds (ETFs)*. Disponible en [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_110412b.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110412b.pdf).

8 ESRB (2011). *ESRB response to the ESMA discussion paper on «Policy orientations and guidelines for UCITS exchange-traded funds and structured UCITS»*. Disponible en [http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/ESRB\\_response\\_to\\_ESMA\\_consultation\\_high\\_frequency\\_trading.pdf?788fbacb43f30c4d4337a2beae1f2929](http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/ESRB_response_to_ESMA_consultation_high_frequency_trading.pdf?788fbacb43f30c4d4337a2beae1f2929).

Un riesgo de distinta naturaleza es la generación de posibles perturbaciones en los mercados de algunos activos en los que invierten estos fondos, como consecuencia de la realización de operaciones por parte de los mismos sin relación con la situación económica y financiera de esos activos. El potencial para influir en los precios es mayor en el caso de fondos con un elevado volumen de patrimonio o apalancamiento y en aquellos que utilizan como referencia los precios de materias primas o activos poco líquidos<sup>9</sup>.

A continuación se analizan estos riesgos con mayor detalle.

### 3.1 Complejidad de las estructuras y comercialización minoristas

Las gestoras han ampliado progresivamente la gama de fondos cotizados. Así, si inicialmente se ofrecían únicamente estructuras sencillas de replicación de índices bursátiles conocidos, actualmente se comercializan fondos con estrategias más complejas, como los fondos inversos, que suponen la asunción de posiciones cortas en los activos, o los fondos apalancados, que suponen variaciones de precios que multiplican el riesgo del índice original.

Los fondos autorizados de acuerdo con la Directiva 2009/65/CE (UCITS IV) se consideran productos no complejos y, por tanto, pueden ser comercializados entre los inversores minoristas sin que el inversor tenga que someterse al test de conveniencia<sup>10</sup>. Así pues, en la práctica, la normativa actual permite la comercialización a inversores minoristas de fondos cotizados con estructuras potencialmente complejas que incluyen derivados OTC.

Sin embargo, por la complejidad y riesgos asociados a los fondos estructurados, este tipo de producto debería quedar bajo la categoría de producto financiero complejo y su comercialización quedar sujeta y limitada a aquellos inversores con los conocimientos y experiencia adecuados al perfil de riesgo de estos vehículos de inversión colectiva. El CESR, en una respuesta a la Comisión Europea, de julio de 2010, sobre la propuesta de modificación de la Directiva MiFID<sup>11</sup>, consideraba que los fondos cotizados estructurados deberían ser considerados instrumentos financieros complejos a efectos del test de conveniencia. Además, el CESR proponía reforzar los derechos de los clientes para solicitar información sobre el perfil de riesgos del fondo bajo determinadas condiciones de mercado, así como una valoración trimestral independiente de las estructuras. En este sentido, el CESR no descartaba la posibilidad —con los objetivos de proteger a los inversores, mantener la integridad del mercado y la reputación de las instituciones de inversión colectiva— de emitir advertencias e incluso prohibir la distribución de fondos de estas características entre los inversores minoristas.

---

9 Solo Suiza permite la creación de fondos con una única materia prima como subyacente. La Directiva UCITS sí permite la creación de fondos cotizados que repliquen índices de precios de varias materias primas.

10 De acuerdo con la Directiva 2004/39/CE (MiFID), relativa a los mercados de instrumentos financieros.

11 CESR (2010). *CESR Technical Advice to the European Commission in the context of the MiFID Review - Investor Protection and Intermediaries*. CESR/10-859.

En el Reino Unido, los fondos cotizados apalancados, complejos y aquellos que replican *hedge funds* solo son aptos para comercializarse entre aquellos inversores que puedan comprender sus riesgos, siendo las empresas de inversión responsables de comprobar esta adecuación.

### 3.2 Riesgo de contrapartida de los fondos cotizados

La evolución hacia una mayor complejidad de las estructuras utilizadas por los ETF para replicar la rentabilidad de los activos de referencia puede llevar aparejada la aparición de riesgos potenciales para los inversores con posibles consecuencias sistémicas. En particular, podrían reproducirse también en este ámbito algunos de los problemas observados en otros mercados, como en algunos segmentos de la titulización, donde la falta de transparencia y la complejidad de las estructuras dificultaron una correcta evaluación de riesgos. Este tipo de estructuras complejas ha arraigado de manera muy significativa en Europa, donde de acuerdo con el informe del FSB, mencionado en la sección 1, suponen el 45% del patrimonio gestionado por los fondos cotizados, con un importante crecimiento desde el año 2005. Del mismo modo, buena parte de los riesgos para el mercado detectados en el segmento de los derivados OTC podría, en teoría, reproducirse en las estructuras más complejas de los fondos cotizados, y por ello las soluciones regulatorias en marcha deberían también aplicarse a estos fondos.

El riesgo de contrapartida de los fondos cotizados afecta a aquellos ETF que utilizan derivados OTC, como los contratos de permutas financieras o *swaps*, para replicar de manera sintética la rentabilidad de los activos de referencia. En estos casos, la gestora del fondo entra en un contrato de derivados con una entidad financiera por el que se asegura la rentabilidad de los activos de referencia. Mediante esta estructura, la gestora consigue eliminar el *tracking error*, pero incurre en riesgo de crédito frente a su contraparte. En caso de incumplimiento de las obligaciones de la contraparte del derivado, la gestora no podría replicar directamente la rentabilidad de los activos de referencia y se quedaría con los activos depositados por la contraparte como garantía. Esto es más probable en la medida en que estos activos tienen una baja correlación con el índice de referencia y son relativamente ilíquidos. En un caso extremo, la gestora del fondo podría verse abocada a limitar los reembolsos, ya que la liquidez de su cartera sería reducida y, posiblemente, surgirían dificultades para su correcta valoración.

Existe, además, como señala el informe del BIS<sup>12</sup>, un riesgo adicional en caso de incumplimiento por quiebra de la contraparte financiera, ya que, podría darse el caso de que el administrador de la quiebra decidiese la congelación de los activos mantenidos en las cuentas de clientes, entre los que se encontraría el fondo cotizado. En este caso, el patrimonio del fondo cotizado quedaría bloqueado mientras durase el proceso concursal y los inversores no podrían realizar reembolsos de sus participaciones.

El problema de riesgo de contraparte no se produce únicamente en los ETF estructurados o sintéticos. Otros fondos de inversión, cotizados o no, también utilizan

---

12 Véase Ramaswamy (2011), op. cit.

instrumentos derivados OTC para asegurar una rentabilidad o para cubrir el riesgo de mercado y/o crédito de sus carteras. Instrumentos financieros como los *warrants*, certificados, contratos por diferencias, permutas de tipos de interés y repos son relativamente comunes en las carteras de las instituciones de inversión colectiva. También se produce este riesgo cuando un fondo realiza operaciones de préstamo de valores. Así, es una práctica habitual que estos fondos movilicen sus carteras prestando temporalmente los activos a cambio de una comisión que les suponga una rentabilidad adicional.

Estos riesgos están, sin embargo, limitados por la normativa vigente. Así, en Europa la Directiva UCITS, a la que están sujetos los ETF europeos, limita al 10% del patrimonio la exposición frente a una contraparte<sup>13</sup> (que incluiría también todos los valores emitidos por un mismo emisor), por lo que el potencial riesgo del fondo estaría acotado. Adicionalmente, la misma norma obliga a que los fondos que realicen operativa de préstamo de valores mantengan garantías por el 100% de las operaciones y a que estas se actualicen diariamente. Además, la ESMA está promoviendo un cambio normativo que, de aprobarse, obligaría a los fondos cotizados a informar a sus partícipes de cualquier intención de realizar un préstamo de valores con los títulos de su cartera e, incluso, a hacer públicas las comisiones que esta actividad pudiese generar.

El informe del FSB también señala posibles conflictos de interés en el caso de que la gestora del fondo y la contraparte del derivado pertenezcan al mismo grupo financiero.

Una alternativa que podría resultar útil para mitigar el riesgo de contraparte sería exigir el ajuste diario de posiciones en derivados OTC para limitar los efectos de un posible incumplimiento. Se trataría de utilizar una de las prácticas ya habituales en los mercados de derivados organizados, donde cada día se actualizan las garantías y se liquidan las pérdidas y ganancias de cada posición. Estas prácticas están en consonancia con las reformas de las infraestructuras de los mercados de derivados OTC iniciadas en EE.UU. y Europa, de acuerdo con las recomendaciones del G-20 en el contexto de la reforma financiera internacional.

### 3.3 Riesgo de financiación de las contrapartes financieras de los derivados

El ESRB destaca en su respuesta a una consulta de la ESMA<sup>14</sup> la conexión entre el sistema bancario y el sector de los fondos cotizados, como consecuencia del protagonismo de los primeros en los fondos estructurados. Así, como garantía a los derivados OTC empleados por los ETF, las entidades de crédito que actúan como contrapartida depositan activos que pueden ser diferentes a los del índice de referencia. Eso implica la posibilidad de que los bancos utilicen los fondos cotizados estructurados como una alternativa para financiar activos ilíquidos. Sin embargo, en caso de incumplimiento por parte de una contrapartida, el ETF podría acabar con activos en

---

13 La exposición en este contexto es entendida en un sentido amplio que incluye cualquier obligación actual o potencial consecuencia de la utilización de derivados.

14 Véase ESRB (2011), op. cit.

su cartera que no se relacionen con la política de inversión del fondo y/o cuya liquidación resulte costosa debido a su escasa liquidez.

Esta estrategia de algunas entidades de crédito para la captación de liquidez a través de estos fondos de inversión podría no estar disponible, o incluso tener efectos negativos sobre dicha liquidez, en el caso de que se produjera una situación de estrés en el mercado en la que se redujera el valor de los fondos, ya sea por reembolsos de los partícipes o por una reducción del nominal de los contratos.

### 3.4 Efectos sobre los mercados secundarios de los activos subyacentes

Con el fin de garantizar la mayor correlación posible con la rentabilidad del índice de referencia y la cartera de activos mantenida por los fondos cotizados físicos, las gestoras necesitan realizar un ajuste continuado mediante compraventas en mercados secundarios. En el caso de los fondos estructurados, el ajuste también es necesario, pero en este caso es la contraparte del derivado OTC quien debe realizarlos.

Los principales motivos para realizar ajustes de la cartera son, por un lado, las variaciones diarias de precios de los índices de referencia y, por otro, las entradas y salidas de partícipes, que hacen variar el patrimonio del fondo. Este tipo de ajustes (rebalances), instrumentalizados mediante compraventas en mercados secundarios, pueden perturbar la formación de precios de los activos subyacentes, especialmente cuando el mercado donde cotizan es poco líquido y estrecho, como puede ser el caso de pequeñas empresas cotizadas y de determinadas materias primas. Un ejemplo reciente del peso que los fondos cotizados pueden llegar a alcanzar en algunos mercados lo brinda el mercado del oro. Según datos del *World Gold Council*<sup>15</sup>, los fondos cotizados sobre oro supusieron el 17% de la demanda mundial de oro en 2009 y el 9% en 2010.

Los fondos con mayor patrimonio gestionado o aquellos que cuentan con apalancamiento tienen un riesgo potencial de impacto superior, especialmente en situaciones de elevada volatilidad. Por ello, una tarea preventiva por parte de los gestores y supervisores es la relativa al diseño y autorización de los fondos. Este análisis tiene especial importancia en el caso de los fondos apalancados o aquellos que utilizan activos de menor liquidez. En estos casos debe considerarse el tamaño del fondo y su posible crecimiento y ponerlo en contexto con la liquidez de los activos de referencia para evitar posibles impactos significativos del ajuste de la cartera del fondo en el mercado de referencia de los activos.

No obstante, hay que señalar que esta potencial incidencia sobre los mercados de los activos subyacentes no es una circunstancia exclusiva de los fondos cotizados, ya que los fondos garantizados y los productos estructurados pueden dar lugar también a este tipo de efecto y, por ello, el impacto de estos productos en los mercados de referencia suele ser evaluado por las gestoras y los supervisores.

Otra de las consecuencias del seguimiento de las estrategias pasivas de inversión consistente en la réplica de índices es el de una mayor correlación entre los movimientos

---

15 Datos disponibles en [http://www.gold.org/investment/statistics/demand\\_and\\_supply\\_statistics/](http://www.gold.org/investment/statistics/demand_and_supply_statistics/).

de precios de los activos incluidos en el índice. El seguimiento de este fenómeno es esencial por sus posibles implicaciones sistémicas, dado que, en situaciones de elevada incertidumbre o de estrés manifiesto del mercado, favorece los movimientos unidireccionales como, por ejemplo, la generalización de ventas masivas de un amplio espectro de activos.

Recientemente, algunos expertos han sugerido ante el Comité Bancario del Senado de EE.UU.<sup>16</sup> que la proliferación de los ETF habría provocado una reducción en el número de empresas en crecimiento que deciden acudir a los mercados de acciones en busca de financiación. Estos expertos indican que el aumento de los fondos cotizados en el segmento de las empresas en crecimiento estaría incrementando la correlación de la rentabilidad de las acciones de estas compañías entre ellas mismas y también con el propio mercado bursátil, con lo que se reduce su atractivo para los inversores en términos de diversificación. La explicación a este fenómeno, según los comparecientes, es que los ETF especializados en este segmento han sustituido en la provisión de liquidez a otros inversores, pero que las decisiones de mercado de estos fondos se basan en menor medida en la situación individual de cada empresa, y más en la evolución general del mercado y de los flujos de inversión de sus partícipes.

## 4 Conclusiones

Los fondos cotizados presentan ventajas para los inversores, tanto minoristas como institucionales, por lo que su patrimonio gestionado ha experimentado un significativo incremento durante los últimos diez años. A ello se unen la creciente complejidad de las estructuras utilizadas por las gestoras para replicar las rentabilidades de referencia y la ampliación de la gama de activos incluidos en los índices, entre cuyos componentes se cuentan valores de poca liquidez y materias primas.

Por estos motivos, resulta necesario reforzar la supervisión del sector, con el objeto de identificar posibles aspectos del diseño de los fondos cotizados o de sus prácticas que pudiesen incidir negativamente en la protección de los inversores y en la estabilidad financiera, desarrollando mecanismos que mitiguen estos problemas. Cualquier iniciativa en este sentido debería respetar, y si es posible potenciar, las características beneficiosas de estos productos para sus clientes.

Así pues debe abordarse el tratamiento y, en su caso, la limitación de la comercialización a minoristas de los fondos cotizados con estructuras excesivamente complejas, además de incrementar la información y la transparencia sobre políticas de inversión y gestión que supongan la asunción de riesgos con las contrapartes. La reforma de la Directiva MiFID actualmente en discusión contempla medidas en esta dirección.

---

16 Véase Bradley, H. y Litan, R.E. (2011). *ETFs and the present danger to capital formation. Testimony of Harold Bradley and Robert E. Litan before the Subcommittee on Securities, Insurance and Investments of the Senate Banking Committee*. Disponible en [http://banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore\\_id=fedd383b-6946-403c-b43d-7ea9723f17f5](http://banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore_id=fedd383b-6946-403c-b43d-7ea9723f17f5).

El riesgo de contrapartida de los fondos cotizados que utilizan derivados OTC y préstamo de valores es uno de los elementos identificados en varios estudios recientes como fuente de riesgos potenciales. Las reformas en las infraestructuras de los mercados de derivados OTC iniciadas en EE.UU. y Europa, que incluyen la liquidación en cámaras de contrapartida central de los contratos con mayor nivel de estandarización y el reforzamiento de la gestión bilateral de las garantías, deberían reducir el riesgo de contraparte. También resulta necesario recordar que todos los fondos aprobados en Europa bajo la Directiva UCITS tienen limitado el riesgo de contrapartida frente a cada entidad al 10% del valor de su patrimonio, circunstancia que acota posibles efectos sistémicos y limita el nivel de riesgo asumido por los inversores.

Por otro lado, desde un punto de vista sistémico, es necesario analizar detenidamente el papel que algunos de los ETF estructurados puedan jugar en la provisión de liquidez a las entidades de crédito que actúan como contraparte de los contratos OTC utilizados por dichos fondos. Así, la entrega de garantías en forma de activos ilíquidos puede haber actuado en algún caso como un recurso para la obtención de liquidez por parte de las mismas. Sin embargo, en situaciones de estrés de mercado, este mecanismo puede reducirse rápidamente y suponer un elemento de transmisión dentro del sistema bancario.

Especial atención merecen los fondos cotizados sobre materias primas y empresas de menor capitalización y liquidez. Para estos valores subyacentes, es posible que a corto plazo los precios de algunos ETF influyan considerablemente en los precios de estos activos, si aquellos son una parte importante de su mercado, y no solo al contrario, como cabría esperar. Por ello, es necesario que tanto las gestoras como los supervisores lleven un estrecho seguimiento del volumen y composición del patrimonio de los fondos y sus efectos sobre la liquidez de los mercados de los activos subyacentes, para evitar potenciales perturbaciones en la formación de precios.

En todo caso, hay que subrayar que la preocupación suscitada entre las autoridades supervisoras por los fondos cotizados no se debe tanto a la naturaleza de los ETF como a la constatación de que recientemente se está produciendo una tendencia en este tipo de productos a utilizar estrategias de estructuración que podrían generar los problemas mencionados anteriormente. En ese sentido conviene recordar que los fondos cotizados ofrecen ventajas específicas a los inversores y que la mayoría de los riesgos descritos están también presentes en otros productos financieros.

## Anexo: Errores de seguimiento en los ETF admitidos a negociación en mercados españoles

Como se ha mencionado, la mayoría de los ETF especifican que su política de inversión se dirige al seguimiento de índices de precios publicados por terceros. Esto permite calcular su error de seguimiento respecto a ese objetivo declarado explícitamente, a diferencia de otros fondos de inversión en los que su estrategia no se anuncia de manera explícita.

Conviene recordar que las gestoras de los ETF advierten en sus folletos de la posibilidad de que se produzca un *tracking error*. Una fórmula típica para especificar tales advertencias es, por ejemplo, la siguiente: «Nada garantiza que se vaya a cumplir el objetivo de gestión del fondo. Ningún activo o instrumento financiero permite, en efecto, una réplica automática y continua del índice [...]. Asimismo, el fondo no podrá reproducir perfectamente los resultados del índice [...] debido principalmente a la indisponibilidad temporal de algunos valores que compongan el índice o a circunstancias temporales [...]».

En el caso de los ETF, el *tracking error* se puede analizar a partir de los dos tipos de precios de las participaciones en estos fondos: los valores liquidativos asociados a la emisión de nuevas participaciones (mercado primario) y los precios de cotización (mercado secundario). A efectos ilustrativos, a continuación se presentan los principales resultados de un análisis del *tracking error* para el valor liquidativo de 68 de los fondos admitidos a negociación en BME.

En esta estimación se han usados datos disponibles del valor liquidativo en euros de los mencionados ETF, publicado en Reuters-Lipper, para cada último día de la semana, desde noviembre de 2008 a noviembre de 2011. En el caso de que el ETF reparta dividendos, se considera que estos se reinvierten en el propio fondo. Por otro lado, para cada fondo se ha obtenido el valor del índice de referencia indicado en su folleto y, en el caso de que el mismo estuviera denominado en divisa extranjera, se ha ajustado el mismo a su valor en euros.

Tomando ambos valores se han calculado las rentabilidades semanales del valor liquidativo del fondo y de su índice de referencia durante el periodo en que ambos estuvieran disponibles. El *tracking error* se ha expresado en función de dos parámetros:

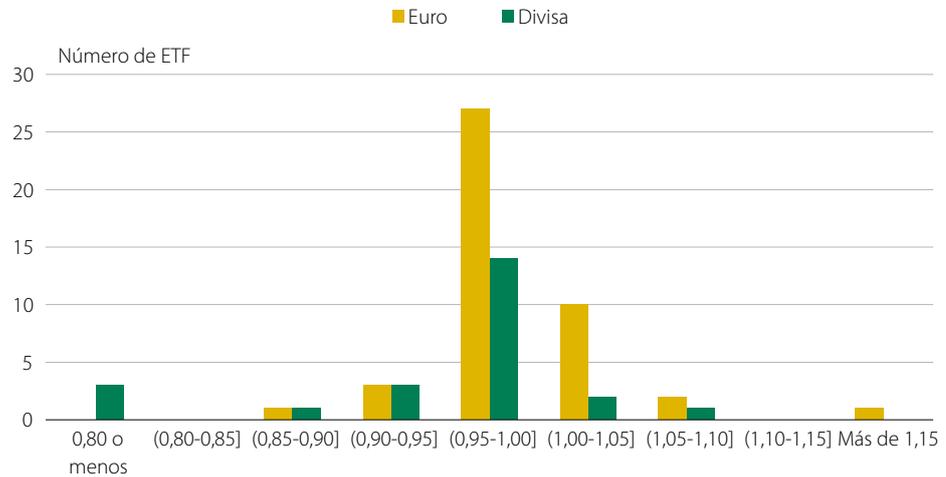
- El coeficiente de la regresión entre la rentabilidad semanal del fondo y del índice. Si el seguimiento fuera perfecto y obviando otras fricciones (pagos de comisiones al fondo, retenciones de impuestos en los dividendos o diferentes horas de cálculo del valor liquidativo y del índice), este coeficiente debería ser de 1.
- La volatilidad anualizada del error de seguimiento. Este indicador muestra directamente la relevancia del *tracking error* durante un periodo de tiempo (en este caso, una semana)<sup>17</sup>. Un valor más alto implica que el partícipe está experimentando un mayor riesgo de desviación respecto al índice.

---

17 La volatilidad se calcula como la desviación típica de la diferencia entre la variación semanal en logaritmos neperianos del valor del índice de referencia en euros y el valor del ETF, una vez reinvertidos los dividendos. Posteriormente se anualiza multiplicando dicha cuantía por la raíz cuadrada de 52.

En el gráfico A1, se puede observar que, en términos del coeficiente de regresión, la mayor parte de los fondos presentan una rentabilidad cercana a la de su índice de referencia. Así, 53 de los 68 fondos presentan un coeficiente de regresión que se sitúa entre el 0,95 y el 1,05.

**Distribución del coeficiente de regresión de la rentabilidad de los ETF cotizados en España y su índice de referencia** GRÁFICO A1



Fuente: Reuters-Lipper y elaboración propia.

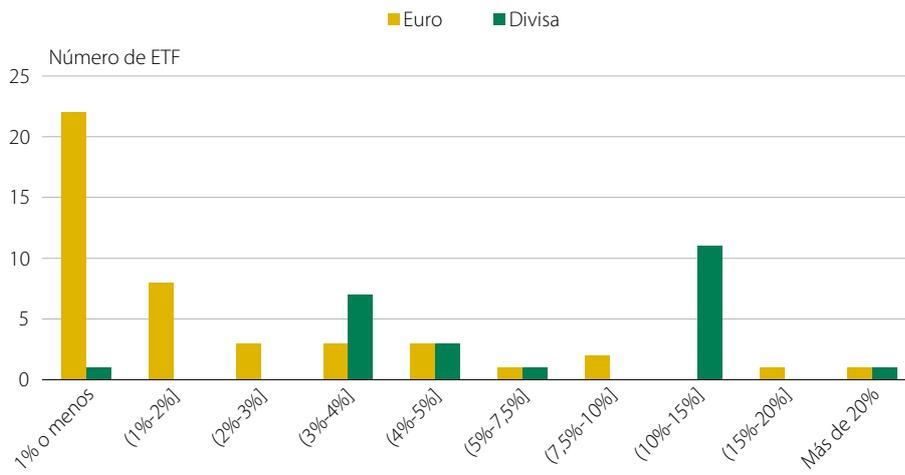
La volatilidad del error de seguimiento de estos ETF se puede apreciar en el gráfico A2. De los 68 fondos, 34 presentan una desviación típica inferior al 3% anual<sup>18</sup>. Al analizar por separado los índices cuya referencia se cotiza en euros y en mercados europeos y el resto, se observa que son estos últimos los que presentan un mayor riesgo de imprevisibilidad del seguimiento, lo cual puede deberse al error de medición que generan los distintos horarios de cierre de los mercados del subyacente y de la divisa.

Este tipo de error puede tener consecuencias si el inversor no es consciente del mismo y, por consiguiente, no ha sido incluido en su proceso de toma de decisiones. Consecuencias más importantes aún puede tener este tipo de error si el inversor utiliza alguno de estos ETF para hacer coberturas de otros riesgos. En todo caso, no debe concluirse que este problema sea mayor en los ETF que en otros fondos de inversión no analizados en el presente artículo, dado que la presencia de errores de seguimiento, en principio, es posible en muchas estrategias de inversión diferentes basadas en la replica de un índice.

18 Para facilitar el análisis de dicha volatilidad se recuerdan las volatilidades anualizadas de distintos índices. Así, el índice Markit Iboxx Eurozone 3-5 Year Total Return presentó una volatilidad en 2011 del 2,9%, el índice DAX presentó una volatilidad en el periodo 2009-2011 del 22,7% y el Ibex-35 presentó una volatilidad en el periodo 2008-2011 del 29,2%.

**Distribución de la volatilidad del error de seguimiento en ETF cotizados en España**

GRÁFICO A2



Fuente: Reuters-Lipper y elaboración propia.



# La educación financiera y su relevancia en las decisiones económicas: evidencia e iniciativas

Anna Isperto Maté e Isabel Oliver Yébenes (\*)

(\*) Anna Isperto Maté e Isabel Oliver Yébenes pertenecen al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.



# 1 Introducción

La relevancia de la educación financiera ha ido creciendo durante las dos últimas décadas a medida que los mercados financieros se han ido desarrollando y como resultado de cambios económicos y demográficos. Tanto las necesidades de los individuos como la oferta de productos financieros han ido haciéndose cada vez mayores y más complejas.

En lo que se refiere a las necesidades de los individuos, se han ido produciendo cambios sociales, económicos y demográficos que han causado una creciente complejidad en su toma de decisiones. Entre los factores causantes de estos cambios cabe mencionar el aumento de la renta per cápita, que viene acompañado de un mayor volumen total de ahorro; el nivel de endeudamiento creciente durante las últimas décadas y, sobre todo, durante los años previos a la actual crisis; el aumento de la esperanza de vida; y una creciente inestabilidad en el mundo laboral. En particular, la falta de planificación observada por parte de los individuos en relación al momento de su jubilación ha suscitado una especial atención hacia cuestiones relacionadas con el impacto de la reducción de las coberturas públicas de pensiones y con el aumento de la esperanza de vida.

En cuanto a los mercados financieros, su complejidad ha ido aumentando paulatinamente a causa, básicamente, de la desregulación gradual que han ido experimentando, la existencia de nuevos canales de distribución y el desarrollo, especialmente durante los últimos 20 años, de nuevos productos financieros.

Debido a esta creciente sofisticación de los productos y mercados financieros, los consumidores ya no se limitan a elegir solamente entre tipos de interés o entre dos préstamos o planes de ahorro diferentes, sino que se enfrentan a un amplio abanico de opciones, con una gran variedad de instrumentos financieros complejos para ahorrar o financiarse. Por lo tanto, la tarea de administrar y distribuir los recursos financieros de los individuos y los hogares de forma adecuada es mucho más compleja, y las aptitudes y los conocimientos necesarios son mayores que en generaciones anteriores.

Como consecuencia de todo ello, la educación financiera está adquiriendo una importancia cada vez mayor, y no tan solo para los inversores en sentido estricto. También resulta esencial para cualquier familia a la hora de gestionar su presupuesto, adquirir una vivienda o asegurarse unos recursos apropiados para la jubilación. Obviamente, los individuos han tenido siempre que tomar este tipo de decisiones y gestionar sus finanzas, pero los desarrollos recientes antes mencionados hacen que su nivel de educación financiera tenga un papel cada vez mayor a la hora de asegurar que las decisiones financieras se toman de forma correcta y utilizando la información adecuada. El aumento de la educación financiera de la población favorece

una mejor asignación de los recursos y contribuye, por tanto, al aumento del bienestar social. Por el contrario, unos bajos niveles de educación financiera, además de constituir una amenaza potencial para la integridad patrimonial de los individuos, pueden traducirse en pérdidas netas en términos de bienestar social.

El presente artículo recoge una recopilación de los principales estudios realizados en torno a los efectos de la educación o alfabetización financiera sobre las decisiones de inversión y ahorro de los individuos (sección 2). A su vez, en el mismo se exponen las iniciativas públicas llevadas a cabo en distintas jurisdicciones para aumentar el nivel de conocimientos financieros de la población (sección 3), con especial énfasis en las acciones enmarcadas en el Plan de Educación Financiera que se está llevando a cabo en España por parte de la CNMV y del Banco de España (sección 4). En el último apartado (sección 5) se recogen las principales conclusiones del artículo.

## 2 Los efectos de la alfabetización financiera

Los primeros estudios importantes relacionados con la alfabetización financiera (*financial literacy*) datan de la década de 1990, motivados en su mayoría por las decrecientes tasas de ahorro que se venían observando en los hogares estadounidenses desde principios de la década anterior, en el marco de un creciente esfuerzo de diseño de políticas para fomentar su recuperación. El debate se centraba esencialmente en la eficacia de los incentivos fiscales a la hora de ahorrar, aunque surgieron otras líneas de investigación, como la que exploraba la posibilidad de que las bajas tasas de ahorro de los individuos estuvieran causadas, al menos en parte, por la falta de conocimientos financieros. Entre estos trabajos, cabe mencionar el de Bernheim y Garret (1996)<sup>1</sup>, en el que los autores analizaban los resultados de una encuesta realizada en 1994 entre individuos estadounidenses de 30 a 48 años que incluía tanto datos demográficos y económicos como otra información relativa a los conocimientos económico-financieros. En base a los resultados obtenidos en esta encuesta, los autores concluyeron que las tasas de ahorro, tanto en términos generales como las dedicadas a la jubilación, aumentaban con la provisión de educación sobre estos temas en el puesto de trabajo. Más concretamente, los autores encontraron que la probabilidad de participar en determinados programas de ahorro, como el denominado 401(k)<sup>2</sup>, era mayor para los empleados con educación sobre la jubilación que en el de los que no la poseían.

En otro trabajo posterior, Bernheim, Garret y Maki (1997)<sup>3</sup> realizaron un estudio con características similares para establecer los efectos de la educación financiera

---

1 Bernheim, D. y Garrett, D. (1996). «The Determinants and Consequences of Financial Education in the Workplace: Evidence from a Survey of Households». *Journal of Public Economics*, nº 87, pp. 1487-1519.

2 Los planes 401 (k) constituyen un tipo de plan de ahorro para la jubilación en Estados Unidos. Se empezaron a adoptar en la década de los ochenta como una alternativa a los planes de pensiones tradicionales, que estaban financiados exclusivamente por los empleadores. En los planes 401 (k), la contribución del empleador puede variar, pero en general tiene el efecto de traspasar las aportaciones al plan a los propios trabajadores. En alrededor de un 60% de los hogares estadounidenses con personas en edades cercanas a la jubilación poseen un plan de jubilación 401 (k).

3 Bernheim, D., Garrett, D. y Maki, D. (1997). «Education and Saving: The Long-Term Effects of High School Financial Curriculum Mandates». *Journal of Public Economics*, nº 87, pp. 1487-1519.

durante la edad escolar sobre el ahorro individual y ver así cuáles eran sus efectos en el comportamiento a largo plazo. Con este objetivo, los autores utilizaron una encuesta realizada en 1995 que contenía una muestra de individuos residentes en EE.UU. con edades entre 30 y 49 años, algunos de los cuales habían estudiado en estados donde se habían llevado a cabo programas de educación al consumidor durante la secundaria y otros lo habían hecho en estados donde no existían estos cursos. La principal conclusión de este trabajo es que estas políticas educativas incrementan significativamente las tasas de ahorro de los individuos y la acumulación de riqueza durante la edad adulta.

Ya en el siglo XXI, diversos han sido los estudios que han tratado de investigar la relación entre la educación financiera y el comportamiento financiero en distintos ámbitos. Por un lado, se ha continuado profundizando en el estudio de la relación entre el ahorro para la jubilación y la alfabetización financiera, y por otro se han analizado las implicaciones en otros ámbitos de las prácticas financieras de los individuos, como son la participación en el mercado de valores, la elección de fondos de inversión o la gestión de la deuda.

En el trabajo de Lusardi y Mitchell (2006)<sup>4</sup>, en el que se explotan datos del programa Health and Retirement Study (HRS) estadounidense correspondientes al año 2004, se analizan los niveles de alfabetización financiera entre los individuos mayores de 50 años. Las principales conclusiones que las autoras obtienen son, en primer lugar, que los conocimientos a nivel financiero (interés compuesto o inflación, por ejemplo) son realmente escasos y, en segundo lugar, que los conocimientos financieros y la planificación de la jubilación tienen una clara correlación positiva. Además, aquellos individuos con niveles más elevados de conocimientos financieros tienden a invertir en productos de operativa más sofisticada, como las acciones. En un trabajo posterior y con datos obtenidos de la misma encuesta, Lusardi y Mitchell (2007)<sup>5</sup> analizan la acumulación de riqueza de la generación del *baby boom* (nacidos entre 1950 y 1960). Sus conclusiones son similares a las obtenidas por estas autoras en el trabajo de 2006 citado anteriormente: la buena planificación para la jubilación tiene una relación positiva con los conocimientos financieros, al igual que con los niveles de riqueza, después de controlar diferentes factores sociodemográficos. Las mismas autoras, en un trabajo posterior, (véase Lusardi y Mitchell, 2009)<sup>6</sup>, corroboran estos resultados y extienden su análisis utilizando los datos contenidos en el American Life Panel (ALP), que facilita un análisis de los conocimientos financieros de una forma mucho más exhaustiva. Además de concluir que los conocimientos financieros son un determinante clave para la planificación de la jubilación, las autoras observan que dichos conocimientos son más elevados en el caso de aquellos individuos que, en la escuela o en el lugar de trabajo, han recibido algún tipo de formación económica.

Finalmente, entre los estudios que tienen por objeto relacionar el ahorro para la jubilación y los niveles de conocimientos financieros, también cabe destacar el de

---

4 Lusardi, A. y Mitchell, O. (2006). *Financial Literacy and Planning: Implications for Retirement Wellbeing*. NBER Working Paper, nº 17078.

5 Lusardi, A. y Mitchell, O. (2007). «Baby Boomer Retirement Security: The Role of Planning, Financial Literacy and Housing Wealth». *Journal of Monetary Economics*, nº 54, pp. 205-224.

6 Lusardi, A. y Mitchell, O. (2009). *How Ordinary People Make Complex Economic Decisions: Financial Literacy and Retirement Readiness*. NBER Working Paper, nº 15350.

Bucher-Koenen y Lusardi (2011)<sup>7</sup>. En este artículo se realiza una investigación sobre los hogares alemanes muy similar a la realizada sobre los hogares estadounidenses en Lusardi y Mitchell (2006). Para ello, la base de datos de referencia es la encuesta alemana SAVE<sup>8</sup>, concretamente la ola de 2009, que incluye una serie de preguntas relacionadas con conocimientos financieros. En términos generales, se observa que los conocimientos financieros de los hogares alemanes son moderados, siendo sustancialmente más bajos en la Alemania del Este. En cuanto a la posible correlación de estos conocimientos con la planificación individual para la jubilación, las autoras, de nuevo, observan que existe un impacto positivo de los conocimientos financieros en el ahorro para la jubilación.

Por otro lado, la relación entre la educación financiera y la inversión en fondos de inversión ha sido analizada en Hastings y Tejeda-Ashton (2008)<sup>9</sup>. Las autoras de este trabajo examinan los datos obtenidos en una encuesta realizada en México en el contexto de la relativamente reciente implantación de un sistema privatizado de seguridad social. Mediante este experimento, se muestra que los encuestados con niveles altos de conocimientos financieros le dan mayor importancia a las comisiones que los que poseen niveles bajos de conocimientos, siendo también estos últimos mucho más sensibles a los cambios de formato en la presentación de información. Así, por ejemplo, cuando se presentan las comisiones en términos monetarios absolutos, el efecto que estas tienen en las decisiones de los ahorradores es mayor que cuando las comisiones se presentan en porcentajes; este efecto resulta mucho más significativo en el caso de los ahorradores con peores niveles de educación financiera. Adicionalmente, se muestra que la importancia otorgada a las comisiones se reduce cuando se incluyen las rentabilidades pasadas en la presentación de información, siendo este efecto menor para los individuos con un buen nivel de conocimientos financieros.

También ha sido objeto de estudio la educación financiera como uno de los posibles factores que influyen en el nivel de endeudamiento de los hogares o individuos. Entre la literatura que analiza esta influencia, se puede destacar el trabajo de Stango y Zinman (2009)<sup>10</sup>, que estudia cómo los consumidores perciben los costes y los beneficios del ahorro y de la deuda. Según su análisis, entre los consumidores existe una tendencia a linealizar la acumulación de los rendimientos de una inversión, cuando esta en realidad crece a una tasa exponencial, lo que provoca que subestimen el valor futuro de una inversión o de un préstamo. Esto es, en una inversión, se tiende a infravalorar las ganancias o rendimientos, mientras que en el caso de los préstamos se subestima la tasa de interés implícita. Los autores sugieren que el nivel de conocimientos financieros, o lo que ellos llaman «sofisticación financiera», puede ser uno de los principales motivos de este sesgo, con lo que analizan esta relación

---

7 Bucher-Koenen, T. y Lusardi, A. (2011). *Financial Literacy and Retirement Planning in Germany*. NBER Working Paper, nº 17110.

8 SAVE es una encuesta llevada a cabo por el Mannheim Research Institute que tiene por objeto mejorar la comprensión del comportamiento ahorrador de los hogares alemanes. En esta encuesta se obtiene tanto información cuantitativa sobre las cantidades ahorradas por los hogares en distintos tipos de activos, como información cualitativa acerca de cómo se toman las decisiones de ahorro, los motivos o las actitudes frente al consumo y al dinero.

9 Hastings, J. y Tejeda-Ashton, L. (2008). *Financial Literacy, Information and Demand Elasticity: Survey and Experimental Evidence from Mexico*. NBER Working Paper, nº 14538.

10 Stango, V. y Zinman, J. (2009). «Exponential Growth Bias and Household Finance». *Journal of Finance*, Vol. LXIV, nº 6.

y encuentran una fuerte correlación entre el sesgo de crecimiento exponencial (la tendencia a linealizar funciones exponenciales) y la sofisticación financiera.

La subestimación de la tasa de interés a la que se toma prestado también es una de las conclusiones obtenidas en Lusardi y Tufano (2009)<sup>11</sup>, que diseñan una encuesta para obtener la relación entre los conocimientos financieros y los niveles y el coste de la deuda. Así, en línea con el argumento anterior, relativo al sesgo en el cómputo del retorno de las operaciones de inversión y préstamo, los individuos con menores conocimientos financieros afirman que sus niveles de deuda son excesivos o que son incapaces de determinar si su posición deudora es apropiada. De igual modo, los autores encuentran que existe una fuerte correlación negativa entre los conocimientos financieros de los individuos encuestados y los costes y comisiones de los préstamos que suscriben. En otro trabajo dentro de esta línea de investigación, Hilgert, Hogarth y Beverly (2003)<sup>12</sup> observan también que la gestión de las deudas y del crédito está correlacionada con el conocimiento financiero de los individuos. Para ello, las autoras utilizan los datos obtenidos en la encuesta mensual de consumidores de noviembre y diciembre de 2001 llevada a cabo por la Universidad de Michigan.

La inversión en los mercados de valores y su conexión con los niveles de educación financiera han sido analizados en Van Rooij, Lusardi y Alessie (2007)<sup>13</sup>. En este artículo se utiliza como base de datos la encuesta DNB Household Survey, que contiene una muestra representativa de hogares holandeses y provee información sobre el ahorro y la composición de la cartera de inversión, a la vez que incorpora un cuestionario para poder determinar los diferentes niveles de conocimientos y sofisticación financiera. Las conclusiones principales en cuanto a la educación financiera son, en primer lugar, que esta difiere de forma sustancial dependiendo de la educación, edad y género de los encuestados, lo que lleva a sugerir a los autores que cualquier programa para la educación financiera será más efectivo si está orientado a grupos específicos de la población; y, en segundo lugar, que la falta de conocimientos económico-financieros disminuye la probabilidad de participar en los mercados de valores, es decir, que la alfabetización financiera es un determinante importante a la hora de tomar la decisión de participación en el mercado de acciones. Con datos procedentes de la misma encuesta (DNB Household Survey), estos mismos autores realizan un estudio más generalista en el que se analiza la relación entre la alfabetización financiera y la acumulación de riqueza (véase Van Rooij, Lusardi y Alessie, 2011)<sup>14</sup>. Los resultados de este estudio demuestran la existencia de una correlación positiva entre los conocimientos financieros de los hogares y la acumulación de riqueza. A su vez, se observa que los dos canales básicos que contribuyen a esta relación positiva son, por un lado, el hecho de que los individuos con conocimientos financieros son más proclives a invertir en renta variable y, por otro lado, que estos mismos individuos tienen una mayor propensión a planificar para la jubilación.

---

11 Lusardi, A. y Tufano, O. (2009). *Debt Literacy, Financial Experiences, and Overindebtedness*. NBER Working Paper, nº 14808.

12 Hilgert, M., Hogarth, J. y Beverly, S. (2003). «Household Financial Management: The Connection Between Knowledge and Behaviour». *Federal Reserve Bulletin*, pp. 309-322.

13 Van Rooij, M., Lusardi, A. y Alessie, R. (2007). *Financial Literacy and Stock Market Participation*. NBER Working Paper, nº 13565.

14 Van Rooij, M., Lusardi, A. y Alessie, R. (2011). *Financial Literacy, Retirement Planning, and Household Wealth*. NBER Working Paper, nº 17339.

Otro ámbito de las decisiones financieras de los individuos que potencialmente puede verse afectado por sus conocimientos financieros es el de los pequeños empresarios. En esta línea, Drexler, Fischer y Schoar (2010)<sup>15</sup> analizan el impacto de la formación financiera en pequeños negocios de la República Dominicana. Los resultados de este estudio sugieren que la mejora de los conocimientos financieros y contables tiene un efecto positivo en el crecimiento de los negocios en este país emergente. No obstante, dichos resultados dependen de forma clave de cómo se proporciona la formación. En particular, cuando se forma a los empresarios con un material financiero y contable estándar, equivalente a una formación académica, los efectos son prácticamente inapreciables. En cambio, cuando un modelo simple basado en reglas sencillas (*rules of thumb*)<sup>16</sup> es el que se imparte, los efectos son evidentes en los resultados empresariales.

Una vez comprobada la relación existente entre la educación o alfabetización financiera y unas mejores decisiones de inversión y ahorro, algunos de los estudios realizados durante los últimos años se plantean cuál es la dirección de causalidad entre estas dos variables, ya que las conclusiones pueden ser importantes a la hora de diseñar políticas orientadas a la mejora de las decisiones financieras del inversor minorista. Entre ellos, cabe volver a mencionar los estudios de Van Rooij, Lusardi y Alessie (2007) y de Bucker-Koenen y Lusardi (2011). En ambos artículos se utilizan métodos basados en variables instrumentales para identificar la dirección de causalidad. En el primero, los autores utilizan como instrumentos preguntas que miden los conocimientos financieros previos a la participación en el mercado de valores, mientras que en el segundo, el instrumento es la exposición a los conocimientos financieros de otros individuos de la misma región. Los resultados obtenidos en estos trabajos indican que son los conocimientos a nivel financiero los que tienen un efecto positivo y significativo en las decisiones financieras, y no al revés.

Paralelamente a los estudios anteriormente mencionados, desde distintos organismos nacionales o internacionales también se han ido realizando durante las últimas dos décadas, y con mayor intensidad en los últimos cinco o seis años, estudios y trabajos para analizar los niveles de alfabetización financiera. Así, durante la década de 1990, aunque sin concretarse formalmente en ningún trabajo institucional en profundidad, comenzó a surgir, como ya se ha mencionado, un intenso debate político en Estados Unidos sobre las medidas oportunas para incentivar el ahorro de los hogares y sobre si los niveles de alfabetización financiera podrían tener algún efecto al respecto.

Posteriormente, durante los primeros años del siglo XXI, aunque se continuaron realizando algunos trabajos, el interés por esta cuestión se redujo, para resurgir con fuerza en la segunda mitad de la primera década de este siglo. El organismo internacional que ha promovido de una forma más intensa la evaluación de los niveles de educación financiera y el estudio de sus consecuencias sobre las decisiones de inversión ha sido la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

---

15 Drexler, A., Fischer, G. y Schoar, A. (2010). «Keeping it simple: Financial Literacy and Rules of Thumb». *Development Economics*, 7994.

16 *Rule of thumb* es una expresión inglesa que designa un principio de amplia aplicación, pero que no necesariamente es estrictamente preciso ni fiable en cada situación. Se trata de un procedimiento de fácil aprendizaje y aplicación para recordar o calcular aproximadamente un valor, o para tomar una decisión.

Constituye una referencia indispensable en esta área el estudio realizado por este organismo en 2005 con el título de «Improving Financial Literacy. Analysis of Issues and Policies». En este documento se presentan los resultados de trabajos realizados en 15 países pertenecientes a la OCDE sobre los niveles de alfabetización financiera de los individuos y los efectos de los programas de educación llevados a cabo en estos países<sup>17</sup>. Las conclusiones obtenidas, que son relativamente similares en las distintas jurisdicciones, apuntan a que:

- Los conocimientos financieros de los consumidores y potenciales inversores son, en términos generales, relativamente escasos.
- Los individuos creen que la información financiera es difícil tanto de obtener como de comprender.
- En general, los individuos sobrevaloran sus conocimientos en materia financiera, es decir, se sienten más capacitados en cuestiones financieras de lo que lo están en realidad.
- Gran parte de la población tiene dificultades para gestionar su situación financiera, asimilar la información que está a su alcance y evaluar los riesgos que está asumiendo.
- La planificación de la mayoría de hogares es escasa, con lo que las probabilidades de endeudarse de una forma precipitada sin medir las consecuencias y/o tener dificultades ante situaciones extraordinarias son elevadas.
- Se observa una elevada correlación positiva entre los conocimientos financieros y el estatus socioeconómico de los consumidores, por lo que son los hogares con los niveles de renta y riqueza más bajos los que presentan las mayores carencias en términos de educación financiera.

En resumen, se puede afirmar, en vista de la evidencia empírica proporcionada por los trabajos mencionados y otros realizados hasta el momento, que, de forma bastante significativa, la alfabetización o educación financiera es un factor que hay que tener en cuenta a la hora de analizar el comportamiento de los individuos respecto a las decisiones de ahorro e inversión. Dada esta importancia, para que estas se tomen de forma informada y conociendo sus consecuencias y riesgos, es esencial que se fomente la mejora de los conocimientos financieros entre la población, especialmente entre los inversores minoristas.

Además, el nivel de conocimientos financieros, tal y como se concluye en todos los trabajos mencionados en este artículo, ya sean los realizados en Estados Unidos como los que se centran en encuestas de otros países (Holanda, México, Chile o Alemania) es bastante bajo, lo que hace especialmente conveniente una intervención por parte de las autoridades pertinentes para mejorar la situación, que en muchos casos ya se está produciendo, tal y como se describe en detalle en la siguiente sección.

---

17 Entre estos países cabe mencionar Estados Unidos, Reino Unido, Francia, Japón, Alemania o Australia. Entre ellos no se encontraba España.

### 3 Acciones públicas para la educación financiera

En la actualidad, los organismos internacionales, gobiernos, supervisores y reguladores se enfrentan, de un modo u otro, al desafío que supone mejorar la cultura financiera de los ciudadanos. Los reconocidos beneficios de la alfabetización financiera han propiciado que un buen número de países lleven a cabo diversas iniciativas basadas en las recomendaciones emitidas por diferentes organismos. Entre ellas cabe destacar las formuladas por el Fondo Monetario Internacional, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO en sus siglas en inglés), la Comisión Europea y la OCDE. Esta última es, como se ha comentado, la más activa en este campo, tras haber asumido como una prioridad, desde principios de la década pasada, la necesidad de impulsar la educación financiera. En julio de 2005 el Consejo de la OCDE emitió una resolución en la que invitaba a los Estados Miembros a que impulsaran políticas de fomento de la educación financiera, diseñando programas dirigidos a toda la población y adaptados a las necesidades específicas de cada colectivo. Con tal propósito, la OCDE estableció una serie de principios y buenas prácticas para que los gobiernos e instituciones públicas y privadas las aplicasen y difundiesen<sup>18</sup>.

Por primera vez, en este documento la OCDE elaboraba una definición integral sobre educación financiera ampliamente reconocida y que va más allá del simple suministro de información financiera y asesoramiento. En concreto, la educación financiera se define como «el proceso por el que los consumidores financieros o inversores mejoran su comprensión de los productos financieros, conceptos y riesgos y, a través de la información, la enseñanza y/o el asesoramiento objetivo, desarrollan las habilidades y confianza para adquirir mayor conciencia de los riesgos y oportunidades financieras, tomar las decisiones informadas, saber dónde acudir para pedir ayuda y tomar cualquier acción eficaz para mejorar su bienestar financiero».

Por otro lado, las recomendaciones de la Comisión Europea quedaron plasmadas en la Comunicación «La educación financiera», de diciembre de 2007, donde se señala la importancia de mejorar la capacitación financiera de los ciudadanos europeos para que puedan tomar decisiones financieras de forma responsable. Este documento destaca que la educación financiera es un complemento esencial en la protección del consumidor, al ayudar a reducir las asimetrías de información existentes entre este y los proveedores de productos y servicios financieros. Adicionalmente, en esta comunicación se describen los principios básicos para desarrollar políticas de educación financiera, teniendo en cuenta la diversidad de enfoques y metodologías existentes.

Algunos de estos principios subrayan la necesidad de que la educación financiera deba proporcionarse activamente y estar disponible en todas las etapas de la vida de los individuos de una forma continuada. Asimismo se recalca la importancia de la promoción y coordinación, tanto a nivel nacional como internacional, entre el público objetivo y los diferentes organismos y agentes sociales.

La creciente sensibilización sobre el importante papel que desempeña la educación financiera en la promoción del bienestar social ha incentivado la creación de foros

---

18 OCDE (2005). *Recommendations on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness*.

multilaterales y grupos que trabajan en este campo, facilitando el intercambio de experiencias y la cooperación internacional. Conviene resaltar el papel de la OCDE en la creación en 2003 del «Proyecto sobre Educación Financiera», promovido bajo el patrocinio de los Comités de Mercados Financieros, Seguros y Pensiones. Este proyecto se amplió en 2008 con la creación de la International Network on Financial Education (INFE), en la que actualmente participan más de 170 instituciones de 86 países, entre ellos España, y la puesta en marcha del Portal Internacional para la Educación Financiera (IGFE en sus siglas en inglés)<sup>19</sup>, que sirve como plataforma de información, de investigación y recopilación de todos los programas de educación financiera.

Los avances y progresos realizados por esta red de la OCDE en materia de cooperación y concienciación internacional a través de conferencias y foros de alto nivel por todo el mundo han sido muy notables. Asimismo, este foro ha desplegado un importante esfuerzo de difusión de sus mensajes por medio de la publicación de numerosos trabajos de investigación en el ámbito de la educación financiera en todo el mundo.

Como consecuencia, en parte, de las actuaciones de la red, puede decirse que durante estos últimos años se han sentado las bases del marco analítico y del debate sobre la familiaridad de los individuos con los conceptos financieros. En este contexto, se ha puesto un especial énfasis en la implementación de programas de educación financiera en las escuelas y en el desarrollo de metodologías de evaluación de la eficiencia de los programas. Como se describe a continuación, en general, han sido los países anglosajones los que desde un primer momento han liderado los programas de educación financiera, que a su vez han servido como referente para el diseño de estrategias en otras jurisdicciones.

Una de las primeras iniciativas públicas de ámbito nacional fue la llevada a cabo en el Reino Unido, donde en 2003 la Financial Services Authority (FSA) desarrolló y lideró la denominada estrategia nacional sobre capacitación financiera<sup>20</sup>. Esta última se entendía como «ser capaz de administrar el dinero, mantener un registro de las finanzas, planificar con anticipación, tomar decisiones informadas sobre productos financieros y mantenerse al día sobre temas financieros». Los resultados obtenidos de la encuesta realizada en 2005 a más de 5.300 personas para evaluar la capacitación financiera en el Reino Unido contribuyeron al establecimiento de las prioridades de dicha estrategia e identificaron cuatro aspectos destacables<sup>21</sup>:

- Un gran número de personas de todos los sectores no están tomando las medidas necesarias para planificar su futuro.
- Aunque el exceso de endeudamiento afecta a una pequeña proporción de la sociedad británica, mucha gente podría verse afectada ante una recesión económica, como la actual, debido a la falta de planificación.

---

19 [www.financial-education.org](http://www.financial-education.org)

20 Para un mayor detalle, véanse FSA (2003). *Towards a National Strategy for Financial Capability*, y FSA (2004). *Building Financial Capability in the UK*.

21 Para un mayor detalle, véase FSA (2006). *Financial Capability in the UK: Establishing a Baseline*.

- La mayor parte de la población asume riesgos financieros sin darse cuenta, puesto que no han adoptado las medidas suficientes para elegir productos financieros que realmente satisfagan sus necesidades.
- Los menores de 40 años tienen, en promedio, menos capacidad financiera que las personas mayores.

En definitiva, esta encuesta mostraba que personas de todos los estratos sociodemográficos y con distintos niveles de renta carecen de la habilidad necesaria para gestionar sus finanzas de forma efectiva, lo que ponía de manifiesto la apremiante necesidad de adoptar las medidas pertinentes para mejorar los niveles de capacitación financiera.

Inicialmente la estrategia de difusión de la educación financiera en el Reino Unido se llevó a cabo siguiendo dos enfoques complementarios. Por un lado, se pretendía llegar directamente al consumidor financiero, poniendo a su disposición determinados recursos, entre ellos una página web (*Money Made Clear*) con diversas herramientas *on-line* (test de la salud financiera, prueba de endeudamiento, tablas comparativas de productos, etc.), un programa específico para los empleados en el puesto de trabajo (*Make the Most of Your Money*) y una guía para los nuevos padres sobre cómo manejar el dinero (*The Money Box*). Por otro lado, también se pretendía llegar al consumidor final a través de intermediarios, como los profesores en las escuelas (*Learning Money Matters*), servicios de asesoramiento a estudiantes en colegios y universidades, voluntarios y grupos de apoyo a personas en situación de exclusión financiera.

Con la entrada en vigor en 2010 de la nueva ley de servicios financieros (*Financial Services Act*), se establecen una serie de cambios en los objetivos y funciones en este ámbito para la FSA. En este sentido, se fija el objetivo prioritario de contribuir a la mejora de la estabilidad financiera y aumentar la comprensión pública de los temas financieros. Así se crea el Consejo de Educación del Consumidor Financiero (CFEB en sus siglas en inglés), que rediseñó la estrategia nacional de educación financiera y continuó de manera independiente con el trabajo de la FSA de promover la capacitación financiera<sup>22</sup>. Con posterioridad, en abril de 2011, el CFEB pasa a ser el servicio de asesoramiento financiero del Reino Unido (*The Money Advice Service*)<sup>23</sup>. Este servicio personalizado ofrece asesoramiento financiero gratuito a través de diferentes canales de información (*on-line*, atención telefónica, atención personal por medio de un asesor capacitado y guías de material impreso). Adicionalmente, las actividades anteriormente descritas se amplían con dos nuevos programas específicos: «Manual del desempleo» y «Divorcio y separación», que asesoramiento financiero que puede resultar de utilidad en situaciones de este tipo.

En Nueva Zelanda, es la Comisión para la Jubilación la responsable de llevar a cabo la estrategia nacional de educación financiera. Esta comisión es una entidad independiente, creada en 1993 con el único objetivo de proporcionar educación e información a los neozelandeses para prepararlos en su jubilación. En 2001 este organismo cambió el enfoque de su programa de planificación para transmitir un concepto

---

22 Para un mayor detalle, véase CFEB (2010). *Transforming Financial Behaviour: developing interventions that built financial capability*.

23 [www.moneyadvice.org.uk](http://www.moneyadvice.org.uk)

de capacitación financiera mucho más amplio que abarcara todas las etapas de la vida. De este modo, en 2008 esta institución comenzó a coordinar y liderar las políticas nacionales de educación financiera con la colaboración de distintas asociaciones y agentes públicos y privados.

Al igual que en otros países, en Nueva Zelanda se realizaron encuestas sobre los conocimientos financieros de la población, en 2005 la primera y en 2009 la segunda. Estas encuestas son comparables con la llevada a cabo en los últimos años en Australia sobre aspectos similares. Los resultados en ambas encuestas indican que tanto los neozelandeses como los australianos han ido adquiriendo un nivel razonable de conocimientos financieros. En general, el ciudadano medio en estos dos países parece entender los conceptos básicos de riesgo, rentabilidad y diversificación razonablemente bien, pero aun así existen algunas áreas que requieren especial atención. La tercera encuesta está prevista para el año 2013.

Sorted<sup>24</sup> es el nombre de la web del programa de educación financiera neozelandés que va destinado a todo tipo de público: niños, estudiantes, personas en edad de trabajar y jubilados. Este portal ofrece un abanico muy amplio de recursos gratuitos adaptados al perfil de cada usuario. A su vez, hace las funciones de aplicación integrada, donde los ciudadanos pueden registrar y consultar toda la información sobre su situación financiera (gastos, ingresos, deudas...) que proporcionan las distintas calculadoras y herramientas interactivas con objeto de mantener actualizadas y controladas las finanzas personales.

En lo referente a la formación académica, desde el año 2004 la Comisión para la Jubilación neozelandesa ha trabajado en colaboración con el Ministerio de Educación para lograr incluir la educación financiera en el currículo escolar. Finalmente, en 2009 se publicó el nuevo plan de estudios, que contemplaba el desarrollo de la capacitación financiera en las escuelas y que actualmente se imparte de forma transversal en las distintas asignaturas para alumnos entre 5 y 14 años. Para el resto de estudiantes en niveles más avanzados y alumnos de formación profesional, se ha creado un comité de expertos independientes entre los que se encuentran profesores, empresarios y sindicatos con el objetivo de elaborar y desarrollar programas de educación financiera que se ofrecen a través de las instituciones de enseñanza superior, asociaciones de alumnos y escuelas profesionales. En otros ámbitos, como en el puesto de trabajo, se realizan seminarios gratuitos, se ofrece material impreso y recursos *on-line*. Asimismo, se han diseñado programas específicos para personas con un bajo nivel de cultura financiera.

Otro de los ejemplos más significativos es el de Estados Unidos, donde existen numerosas iniciativas de educación financiera dirigidas a una amplia variedad de audiencias. En el año 2003, el Congreso de Estados Unidos, por medio de la Ley FACT<sup>25</sup> constituyó la Comisión de Educación y Alfabetización Financiera (FLEC en sus siglas en inglés) y designó a la ya existente Oficina de Educación Financiera del Departamento del Tesoro de EE.UU. para que proporcionara apoyo a la Comisión.

---

24 [www.sorted.org.nz](http://www.sorted.org.nz)

25 Fair and Accurate Credit Transactions Act (2003), Title V, The Financial Literacy and Education Improvement.

Esta está presidida por el Secretario del Tesoro y se compone de 22 entidades y oficinas federales, entre las que cabe mencionar la SEC, la Reserva Federal, la Comisión de Comercio y la Agencia de Protección al Consumidor<sup>26</sup>. La FLEC, a través del Departamento del Tesoro de EE.UU., apoya, coordina y promueve todos los programas de educación financiera, tanto por parte del sector público como privado.

Asimismo, el Gobierno estadounidense, por medio de una orden ejecutiva, creó en 2008 el Consejo Asesor del Presidente sobre Capacitación Financiera. El Consejo, además de asesorar al Presidente, ha promovido, bajo la dirección del Tesoro, diversas iniciativas con el fin de conseguir la capacitación financiera de sus ciudadanos. Entre ellas cabe destacar, por un lado, la creación del portal web MyMoney.Gov<sup>27</sup> y la puesta en marcha de la línea telefónica gratuita 888-MyMoney, que ofrece consejos financieros y advertencias. Por otro lado, en las escuelas se imparte un programa específico (*MoneyMath: Lessons for Life*), se realiza el Concurso Nacional de Educación Financiera para alumnos de secundaria y también existe una red de voluntarios para desarrollar y diseñar estas actividades y todas aquellas dirigidas a los segmentos de la población más vulnerables.

Estas acciones se enmarcaron en las Estrategias Nacionales publicadas en 2006 y 2011, cuyos objetivos se sintetizan en cuatro puntos<sup>28</sup>:

- Aumentar la concienciación sobre la importancia de la educación financiera y facilitar el acceso a la misma.
- Determinar e integrar las áreas financieras clave<sup>29</sup>.
- Mejorar la infraestructura de la educación financiera.
- Identificar, mejorar y compartir las prácticas que sean eficaces.

Para alcanzar estas metas se prevé, entre otras acciones, que se lleve a cabo una campaña nacional en los medios de comunicación para promover la difusión de los mensajes y el conocimiento de los recursos existentes entre el público objetivo.

## 4 La CNMV y la educación financiera

En España, la CNMV ha desarrollado actividades de carácter formativo e informativo dirigidas a inversores desde el año 2002. Estas acciones están orientadas a facilitar

---

26 Esta agencia fue creada por medio de la Ley Dodd-Frank, de julio de 2010, bajo el amparo de la Reserva Federal de EE.UU.

27 [www.mymoney.gov](http://www.mymoney.gov)

28 Para un mayor detalle, véanse FLEC (2006). *The National Strategy for Financial Literacy*, y FLEC (2011). *Promoting Financial Success in the United States: National Strategy for Financial Literacy*.

29 La FLEC ha elaborado un conjunto de cinco áreas conceptuales, que considera fundamentales, para que los consumidores desarrollen sus capacidades financieras y tomen decisiones informadas. Estos conceptos cubren los temas de ingresos, gastos, ahorro e inversión, préstamos y la protección contra el fraude financiero.

el acceso a la información y aumentar la comprensión de términos y cuestiones financieras, con el fin de mejorar el proceso de toma de decisiones de inversión por parte de los consumidores. Algunos de estos ejemplos son las publicaciones divulgativas denominadas «Fichas y guías del inversor», que dan a conocer las principales características de los productos y servicios de inversión, así como las recomendaciones y advertencias que tener en cuenta para operar en los mercados de valores. Otro elemento complementario es el Portal del Inversor<sup>30</sup>, también dirigido a inversores minoristas y que ofrece una gran variedad de recursos multimedia como cursos *on-line*, boletines informativos, noticias e información de interés, formulación de consultas, reclamaciones y suscripción a publicaciones. Asimismo, la CNMV interviene en distintos foros nacionales e internacionales orientados a la concienciación y la capacitación de los consumidores financieros, participa en jornadas, seminarios, cursos y ferias de diversos tipos promovidos tanto por organismos públicos como por entidades privadas.

Con el objetivo de mejorar la cultura financiera de todos los segmentos de la población española, en 2008 la CNMV y el Banco de España firmaron un convenio de colaboración para desarrollar el denominado Plan de Educación Financiera. Desde su puesta en marcha se han realizado diversas actividades y proyectos. Entre los mismos, destaca el diseño y lanzamiento en mayo de 2010 del portal español de educación financiera [www.finanzasparatodos.es](http://www.finanzasparatodos.es), que representa el primer hito visible del Plan. Este portal trata de cubrir un conjunto amplio de posibles situaciones financieras a las que se enfrenta la mayoría de los individuos a lo largo de su vida. La web ofrece un contenido útil en un lenguaje sencillo y cotidiano, y presenta gran diversidad de herramientas prácticas para ayudar a gestionar las finanzas personales, que permiten, por ejemplo, elaborar un presupuesto personalizado, calcular la cuota de un préstamo, estimar un nivel de endeudamiento razonable, etc.

Otras actividades llevadas a cabo en el ámbito del plan se han concretado en la elaboración de una colección de doce fichas impresas sobre «Consejos básicos de economía familiar», que se difundieron ampliamente mediante encartes en prensa y revistas o se pusieron a disposición de los consumidores en lugares de acceso público. También se han impartido cursos de capacitación financiera en diversas comunidades autónomas a través del convenio de colaboración con el Instituto Nacional del Consumo. Estos cursos se han dirigido a profesionales del consumo y a personas que van a formar a estos profesionales («formación de formadores»)<sup>31</sup>.

Uno de los retos más importantes y prioritarios ha sido y sigue siendo introducir la formación financiera en la educación reglada. Para ello, el pasado curso 2010/2011 se llevó a cabo el programa piloto para la educación financiera en tercer curso de la Enseñanza Secundaria Obligatoria (ESO), con la colaboración del Ministerio de Educación. En concreto, han participado casi 3.000 estudiantes y 70 profesores de 32 centros educativos, pertenecientes a 14 comunidades autónomas además de Ceuta y Melilla. Se ha impartido un mínimo de diez horas sobre conceptos básicos de finanzas personales (el ahorro, los medios de pago, el consumo responsable, etc.).

---

30 <http://www.cnmv.es/PortalInversor/>

31 Esta actividad responde al principio 6 de la Comunicación «La comunicación financiera» de la Comisión Europea, de 18 de diciembre de 2007, para unos planes de educación de alta calidad.

Para ello, se ha puesto a disposición tanto de docentes como de alumnos una variedad de herramientas didácticas, incluyendo unas guías para los alumnos y los profesores y un portal de internet, Gepeese<sup>32</sup>, diseñado específicamente con este fin. Este portal contiene recursos y herramientas multimedia como juegos y talleres de actividades y sirve de apoyo complementario al programa piloto, al tener un alcance más amplio, ya que intenta orientar no solo a los jóvenes sino también a sus padres.

En cuanto al papel de la escuela en el fomento de la capacitación financiera y el comportamiento responsable, la OCDE recomienda que la enseñanza de la educación financiera comience tan pronto como sea posible. Así se ha plasmado en el Informe PISA<sup>33</sup> (Programme for International Student Assessment) para el año 2012, que evaluará por primera vez las competencias financieras de los estudiantes de 15 años. En cierta medida, esto representa un impulso para que los países introduzcan la educación financiera en el currículo escolar.

## 5 Conclusiones

En 2009, Ángel Gurría, Secretario General de la OCDE señalaba que «el bajo nivel de educación financiera observada en la mayoría de los países ha sido, si no una causa directa de la crisis, por lo menos uno de los factores agravantes». Esta declaración es una muestra del creciente interés suscitado entre las autoridades y los organismos internacionales de referencia por la educación financiera. La crisis actual ha puesto de manifiesto algunas situaciones que posiblemente se hubieran podido mitigar si los niveles de conocimiento financiero de los individuos hubieran sido mayores. Un caso particular es el aumento de la venta de determinados productos a los inversores minoristas, que presentaban dificultades para comprender la información facilitada y evaluar los riesgos que estaban asumiendo.

La literatura analizada en este artículo y los estudios llevados a cabo por diversos países e instituciones coinciden en diagnosticar una deficiente formación de los individuos, que los lleva a gestionar su situación financiera de manera manifiestamente mejorable. Entre otras causas, la falta de planificación por parte de los ciudadanos provoca que estos experimenten dificultades financieras ante cambios en su situación personal, por lo que suele señalarse como una de las áreas de mejora más relevantes. Una de las principales preocupaciones en referencia a esta falta de planificación es la relacionada con la jubilación, en especial en países donde predominan los sistemas de previsión de carácter privado, aunque también es cada vez más relevante en países con sistemas de pensiones de carácter público, debido a las reformas actuales tendentes a asegurar su sostenibilidad y a la importancia creciente de los esquemas privados. De hecho, en sus inicios, la mayoría de los programas de alfabetización financiera estaban orientados a los trabajadores para que pudieran hacer frente y conocieran las distintas alternativas de ahorro para la jubilación.

---

32 [www.gepeese.es](http://www.gepeese.es)

33 PISA es un estudio estandarizado que la OCDE realiza en más de 65 países, con el objetivo de valorar los distintos conocimientos y habilidades de los estudiantes.

El nivel de educación financiera también es relevante en otros ámbitos como la participación en los mercados de valores o en fondos de inversión. Así, por ejemplo, la falta de conocimientos financieros constituye una barrera a la hora de invertir en acciones y diversos trabajos han documentado cómo las decisiones financieras de los individuos se ven influenciadas significativamente por aspectos tales como el formato de presentación de la información que ofrecen los fondos de inversión, lo que parece evidenciar la presencia de ciertas dificultades para la correcta interpretación de la información suministrada por las entidades comercializadoras.

En este momento, existe un amplio consenso en torno al papel de la educación financiera como elemento clave, tanto para el bienestar financiero personal como para contribuir al desarrollo y la estabilidad financiera global. Durante los últimos años se ha producido una mejora de los mecanismos de transmisión de información disponible para los consumidores. No obstante, este desarrollo puede ver mermada su utilidad si la información no se comprende y procesa de forma adecuada por parte de los individuos. Así, resulta necesario que este proceso vaya acompañado de políticas de mejora de los conocimientos financieros de los consumidores.

La toma de conciencia por parte de organismos multilaterales y autoridades nacionales se ha plasmado en distintos programas de educación financiera y, en algunas jurisdicciones, se han creado instituciones específicas encargadas de realizar esta tarea. En España, la CNMV, desde al año 2002, viene realizando actividades tendentes a mejorar la formación e información de los inversores con herramientas como las «Fichas y guías del inversor» y el Portal del Inversor. Durante estos últimos años y, en parte, a raíz de la crisis financiera, se ha querido dar un mayor impulso a la formación de los individuos en cuestiones financieras. Así, en 2008 se lanzó el Plan de Educación Financiera llevado a cabo por la CNMV y el Banco de España, dentro del cual se están desarrollando diversas actividades y proyectos en línea con las recomendaciones y principios de la Comisión Europea y la OCDE.



### III Novedades regulatorias



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

Matías Nuño Cervero, Raúl Navarro Lozano y Bárbara Gullón Ojesto (\*)

(\*) Matías Nuño Cervero pertenece al Departamento de Asesoría Jurídica, y Raúl Navarro Lozano y Bárbara Gullón Ojesto al Departamento de Mercados Secundarios de la CNMV.



# 1 Introducción

Este artículo ofrece una visión global del proyecto de reforma del sistema español de compensación, liquidación y registro que se está desarrollando actualmente y que comenzó en febrero de 2010 por iniciativa de la CNMV, con el apoyo del Banco de España. Algunos de los temas y conceptos clave relacionados con la reforma se tratan tanto en su vertiente económico-financiera y operativa como desde una perspectiva jurídica, con la intención de ofrecer una visión integrada, teórica y práctica, que facilite la comprensión de los objetivos de la reforma y de los medios para alcanzarlos.

En la sección 2 del artículo se destacan los antecedentes y los primeros pasos del proyecto de reforma. En la sección 3, se repasan los principales proyectos armonizadores en el panorama de la compensación y liquidación que se están desarrollando actualmente en Europa y que, sin lugar a dudas, van a influir de forma determinante en el proceso de reforma del sistema español.

La sección 4 se refiere a las modificaciones operativas que constituyen el eje central de la reforma. En concreto, se analiza la introducción de servicios de compensación centralizada en una o varias entidades de contrapartida central (en adelante ECC) para las operaciones bursátiles negociadas multilateralmente, que permitirá la supresión del principio de aseguramiento de la entrega, la modificación del momento de la firmeza de las operaciones y la eliminación del actual modelo de liquidación y registro basado en Referencias de Registro (en adelante RR), así como su sustitución por un modelo basado en saldos. Se analiza, asimismo, la implantación de un procedimiento estandarizado para la llevanza de las cuentas de valores, que facilitará las tareas de supervisión sustituyendo las prestaciones de las RR para el seguimiento y trazabilidad de las operaciones liquidadas.

En la sección 5 se refieren las principales novedades de índole jurídica derivadas de la reforma. Así, se explica el concepto de novación, que aparece ligado a la interposición de una ECC, y las repercusiones de la reforma del sistema español en el momento de la firmeza de las órdenes. A continuación, se analizan los efectos jurídicos de la eliminación de las RR y el paso a un sistema de control de saldos y se presentan las principales modificaciones en las normas de Derecho concursal relacionadas con el registro de valores anotados en cuenta.

La sección 6 versa sobre los principales desarrollos normativos que se derivan de la reforma, ofreciendo detalle de las modificaciones en las normas de rango reglamentario necesarias, así como las normas internas de funcionamiento y los actos administrativos que se deberán modificar y desarrollar. En la sección 7 se comenta brevemente la situación actual del proceso. El artículo se cierra con la sección 8, en la que se presentan las conclusiones.

## 2 Antecedentes y primeros pasos del Proyecto de Reforma del Sistema de Compensación y Liquidación de Valores

Los procesos de integración de los sistemas nacionales de poscontratación que actualmente se vienen produciendo en el ámbito de la Unión Europea (UE) hacen necesarias ciertas adaptaciones del sistema español de compensación, liquidación y registro de valores. La CNMV y el Banco de España, en un informe conjunto<sup>1</sup>, identificaron en 2007 algunos aspectos específicos del sistema de liquidación bursátil español que obstaculizan una mayor armonización con la práctica habitual europea y que restan eficiencia al sistema, dejando constancia de la necesidad de acometer cambios sustantivos en el modelo español. El documento mencionaba los principales proyectos armonizadores en curso en aquel momento, incluyendo el proyecto TARGET2 Securities (T2S), el posible encaje del sistema español en el mismo y la promoción de una iniciativa regulatoria europea específica para armonizar la compensación, liquidación y tratamiento del registro de titularidades finales. Entre las especificidades que, según el citado informe, convenía modificar, se destacaba el seguimiento de titularidades basado en las RR y los principios que rigen el sistema de liquidación bursátil, incluyendo el de aseguramiento de las entregas de valores, cuya revisión exigiría modificar el momento en el que las operaciones de renta variable adquieren firmeza. Teniendo en cuenta la necesidad de mantener el grado de seguridad del sistema vigente, se manifestaba asimismo la conveniencia de evaluar la viabilidad de introducir servicios centralizados de compensación en una o varias ECC.

En febrero de 2010 arrancó el Proyecto de Reforma del Sistema de Compensación y Liquidación de Valores con la publicación de un documento sometido a consulta pública. La respuesta generalizada, que recoge el parecer de una muestra muy significativa de la industria financiera europea, expresó un amplio respaldo y apoyo a la iniciativa de la CNMV y del Banco de España, resaltándose el objetivo de converger lo antes posible con las prácticas seguidas en nuestro entorno.

El documento sometido a consulta pública contemplaba como principales propuestas las siguientes:

- Promover, en consonancia con los demás sistemas europeos, la introducción de servicios de compensación por parte de una ECC que se interponga como contraparte de todas las operaciones efectuadas en Bolsa, gestione centralizadamente los riesgos de contrapartida, lleve a cabo la compensación de operaciones, garantice la cobertura de los riesgos ante posibles incumplimientos por parte de los agentes involucrados y permita simplificar la liquidación de las operaciones bursátiles.
- Dotar al sistema de liquidación de mayor agilidad, efectuando las liquidaciones de valores y efectivo por saldos e introduciendo las adaptaciones necesarias en

---

1 CNMV y Banco de España (2007). *Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones. Informe conjunto Comisión Nacional del Mercado de Valores - Banco de España*. Disponible en [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Estudios/Sistemas\\_0712.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Estudios/Sistemas_0712.pdf).

el sistema de registro de valores, incluido un nuevo sistema de control que proporcione unos niveles de seguridad y supervisión similares a los aportados por el actual, basado en las RR.

- 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.
- Introducir un sistema de penalizaciones por incumplimiento en la liquidación con el objetivo de desincentivar los fallos en la entrega de valores y efectivo, resarcir el perjuicio económico causado y cubrir los costes incurridos para solventarlos o minorarlos.

Posteriormente, en enero de 2011, se publicó un nuevo documento sometido a consulta pública que contenía propuestas concretas en diferentes aspectos de la reforma, como la arquitectura institucional, el régimen legal, la gestión del riesgo, etc., además de cambios en el sistema de liquidación y registro. Se recibieron numerosas respuestas, entre las que se incluía nuevamente una representación muy significativa de la industria financiera europea, en particular, de las infraestructuras europeas de mercado y poscontratación, así como de sus participantes y usuarios. Las propuestas formuladas recibieron una acogida general muy favorable, que apoyaba las formulaciones básicas de la reforma; en particular, la de promover la inclusión de servicios de compensación por parte de al menos una ECC para las operaciones efectuadas en Bolsa, reemplazar el sistema de liquidación apoyado en RR por uno alternativo basado exclusivamente en saldos y la revisión del principio de aseguramiento en la entrega. Las respuestas volvían a incidir en la conveniencia de acometer el proceso lo antes posible y en la necesidad de asumir el coste de la reforma.

Como continuación del proceso, teniendo en cuenta las aportaciones recibidas en la consulta pública, la CNMV elevó al Ministerio de Economía y Hacienda una propuesta de cambio legal. El Ministerio elaboró una iniciativa legislativa que presentó en el Congreso de los Diputados y en el Senado y que, tras los trámites parlamentarios pertinentes, dio lugar a la promulgación de la Ley 32/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante LMV).

### **3 Proyectos armonizadores de los procesos de poscontratación en la UE**

Actualmente se están desarrollando varios proyectos armonizadores en el panorama de la compensación y liquidación en Europa que van a influir de forma determinante en el proceso de reforma del sistema español y que conviene tener en cuenta en el diseño y concreción finales de la reforma. Uno de los más importantes es el proyecto del Eurosistema, para poner en marcha una plataforma técnica que proporcione un servicio de liquidación de valores centralizado (T2S). Además, se encuentran en diverso grado de desarrollo algunas iniciativas legislativas europeas

armonizadoras que establecerán un marco regulatorio común para los procesos de poscontratación. Entre ellas, cabe destacar la regulación europea sobre entidades de contrapartida central a través del reglamento de infraestructuras de mercado (EMIR en sus siglas en inglés), la legislación sobre depositarios centrales de valores (DCV) y la futura directiva sobre la seguridad jurídica de las tenencias y transacciones de valores (Securities Law Directive).

A continuación se presenta un breve resumen de estas iniciativas legales, de carácter integrador, en marcha.

### 3.1 TARGET2-Securities

TARGET2-Securities (T2S) es un proyecto del Eurosistema que pretende facilitar la liquidación centralizada, en dinero del Banco Central, de las operaciones de valores en euros o en otras divisas<sup>2</sup>. El proyecto pretende aprovechar las sinergias con otras facilidades del Eurosistema, en particular con el sistema de pagos TARGET2.

T2S está dirigido tanto a los DCV domésticos como a los internacionales, a los que se ofrece la posibilidad de utilizar una solución técnica común para la ejecución de la liquidación de las operaciones de valores. Los DCV conservarán sus relaciones de negocio y contractuales con los participantes y seguirán prestando servicios de custodia y administración de valores (tales como la gestión de los derechos corporativos), así como otros servicios.

T2S constituye un paso relevante hacia la consecución de un mercado de valores único integrado para los servicios financieros. Permitirá equiparar la liquidación transfronteriza europea de valores a la doméstica en cada jurisdicción en términos de eficiencia y de costes. Además, complementará y facilitará la consecución de los objetivos propuestos por otras iniciativas europeas previas, como los dos informes del Grupo Giovannini publicados en 2001 y 2003, respectivamente<sup>3</sup>, y la propia Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID).

Las modificaciones que se proponen con la reforma del sistema español permitirán adaptar plenamente la liquidación de los mercados españoles al modelo propuesto por T2S, permitiendo así un mejor encaje en este proyecto, y facilitarán la interoperabilidad del sistema de liquidación español con los sistemas existentes en Europa.

---

2 El proyecto comenzó en marzo de 2007 cuando el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo, tomando en consideración el estudio llevado a cabo por el Eurosistema, llegó a la conclusión de que T2S era un proyecto viable. A raíz de esta decisión se elaboró un documento que recoge los requerimientos de los usuarios, en estrecha colaboración con los DCV y los participantes en el mercado. En julio de 2008, se puso en marcha el proyecto T2S y se decidió asignar el desarrollo técnico y la operativa de T2S al Deutsche Bundesbank, al Banco de España, a la Banque de France y a la Banca d'Italia (grupo de bancos centrales denominado 4CB). Está previsto que T2S comience a funcionar en septiembre de 2014.

3 El primer informe está disponible en [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/first\\_giovannini\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/first_giovannini_report_en.pdf), y el segundo en [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/second\\_giovannini\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf).

### 3.2 Reglamento europeo sobre derivados OTC, ECC y registros de información de transacciones (EMIR)<sup>4</sup>

Como se ha comentado anteriormente, uno de los grandes ejes de la futura armonización legal europea de la poscontratación que tiene un efecto directo en el proceso de reforma del sistema español es el proyecto regulador sobre varios ámbitos de la poscontratación (compensación, liquidación y registro), cuyo primer componente es el futuro Reglamento europeo sobre derivados OTC, ECC y registros de información de transacciones (EMIR).

El origen de este reglamento se remonta al 25 de septiembre de 2009, cuando los líderes del G-20 acordaron que «todos los contratos de derivados OTC estandarizados deberían ser negociados en mercados o plataformas electrónicas de negociación, cuando fuera posible, y ser compensados a través de contrapartidas centrales al final del 2012. Los contratos de derivados OTC deberían ser reportados a registros de información de transacciones»<sup>5</sup>. Como respuesta a este llamamiento, a lo largo de 2010 y principios de 2011, las distintas instituciones europeas han estado trabajando en la elaboración de una propuesta legislativa para materializar dicho mandato, la iniciativa EMIR. Asimismo, el calendario de actuaciones prevé la elaboración de una serie de normas técnicas de regulación vinculantes que desarrollarán los detalles relevantes del nuevo reglamento. Estas normas técnicas serán emitidas por la Comisión Europea y previamente redactadas por las nuevas autoridades financieras europeas, tarea en la que jugará un papel central la Autoridad Europea de Mercados de Valores (ESMA).

Entre las materias que serán reguladas por la iniciativa EMIR habrá elementos de gran importancia para la reforma española y que obviamente se tendrán que tener en cuenta en la misma, como la autorización y supervisión de las ECC, los requisitos de capital, la cooperación supervisora transnacional, los requisitos organizativos, las normas sobre conflictos de interés, el gobierno corporativo, las normas operativas, las garantías y la gestión de riesgos.

### 3.3 Reglamento europeo sobre Depositarios Centrales de Valores

Otro proyecto regulatorio europeo en el ámbito de la poscontratación que actualmente se está gestando en la UE es el que se ocupa de armonizar la normativa sobre DCV. Se espera para antes de finales de 2011 la publicación de un borrador detallado, que estará sujeto a discusión. Esta norma, cuando sea adoptada, determinará previsiblemente, entre otros asuntos, la caracterización de los DCV, sus funciones básicas y auxiliares, las condiciones en que estas entidades realicen actividades reservadas a las entidades de crédito, el proceso de autorización de estas infraestructuras, las condiciones para la libre prestación de sus servicios en la UE, su supervisión —incluidas las formas de cooperación entre distintos supervisores—, la armoniza-

---

4 Propuesta legislativa de la Comisión Europea al Parlamento y al Consejo Europeo en septiembre de 2010, actualmente en trámite. Detalles disponibles en [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/derivatives/index\\_en.htm#proposals](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm#proposals).

5 *Leaders' statement, The Pittsburgh Summit*, 24-25 de septiembre de 2009 (texto traducido del original). Disponible en [http://www.g20.org/Documents/pittsburgh\\_summit\\_leaders\\_statement\\_250909.pdf](http://www.g20.org/Documents/pittsburgh_summit_leaders_statement_250909.pdf).

ción de la gestión de los incumplimientos en la liquidación —incluidos los plazos de recompra o las penalizaciones— y el acortamiento del ciclo de liquidación de tres a dos días hábiles después de la fecha de contratación. La reforma del sistema español facilitará el cumplimiento de la futura regulación y, en particular, permitirá agilizar los procesos de poscontratación, que podrán así permitir una reducción de los plazos de liquidación de las operaciones contratadas y cumplir con las obligaciones que se establezcan en términos de acortamiento del ciclo.

### **3.4 Futura directiva sobre la seguridad jurídica de las tenencias y transacciones de valores**

La Comisión Europea ha presentado a consulta pública dos documentos referentes a la futura directiva sobre seguridad jurídica de las tenencias y transacciones de valores, si bien no existe todavía una propuesta formal. Su objetivo fundamental es el de regular la tenencia de valores representados mediante anotaciones contables. En torno a este proyecto de directiva se ha generado una importante discusión toda vez que, aunque la misma pretende armonizar desde un punto de vista funcional los efectos jurídicos de los valores mantenidos en cuenta, con independencia de cuál sea el sistema de propiedad aplicable en cada Estado Miembro, en alguna de sus disposiciones todavía se plantean discrepancias con la regulación del derecho de propiedad de los valores en algunos Estados de la UE.

Esta directiva pretende regular el ejercicio de los derechos de estos inversores frente a su intermediario, frente al emisor y frente a terceros. Regula también, entre otras cuestiones, la constitución de derechos reales sobre estos valores y las situaciones de insolvencia de los intermediarios. Dado que la directiva no pretende imponer un modelo de registro concreto, podría mantenerse el actual sistema español de registro de valores anotados en cuenta, aunque serían necesarias algunas modificaciones normativas, si bien conviene recalcar que este proyecto normativo se encuentra aún en un estado incipiente.

## **4 Principales modificaciones operativas de la reforma**

### **4.1 Eliminación del principio de aseguramiento de la entrega**

Uno de los principios que rigen el sistema español de liquidación actual es el del aseguramiento de la entrega, derivado de la obligación establecida en el Reglamento de Bolsas de tener que liquidar todas las operaciones bursátiles contratadas. Esta obligación impide la anulación de las operaciones contratadas y exige la aportación de garantías que permitan liquidar las operaciones ejecutadas. Iberclear, el DCV español, asegura la entrega tanto de valores como del efectivo contratado a través de un conjunto de mecanismos que persiguen la liquidación de todas las operaciones en su fecha teórica de liquidación, que actualmente es de tres días hábiles después de su fecha de contratación. No obstante, en la práctica no siempre se consigue liquidar a tiempo todas las ventas en su fecha valor y, como consecuencia de ello, se pueden generar ocasionalmente excesos transitorios de valores reconocidos que, si

bien están plenamente identificados y controlados por el sistema, resulta deseable eliminar.

Uno de los elementos centrales de la reforma planteada es la eliminación del actual principio de aseguramiento de la entrega de los valores y su sustitución por los mecanismos de resolución de incidencias que conlleva la interposición de una ECC. La presencia de una ECC está previsto que se considere de carácter obligatorio al menos en los mecanismos multilaterales de negociación de las bolsas de valores y en los sistemas multilaterales de negociación españoles donde se negocien valores admitidos en las primeras, sin perjuicio de que se contemple como una posibilidad, a voluntad de las partes, también en las operaciones bilaterales bursátiles y en las operaciones extrabursátiles sobre acciones o en los mercados de renta fija. El DCV solo estará obligado a liquidar aquellos órdenes de transferencia de valores y efectivo respecto a las cuales las entidades participantes encargadas de su liquidación tengan previamente acreditada la existencia de valores o efectivo, pero sin asumir garantía de cumplimiento alguna. Por el contrario, será responsabilidad de la ECC asumir la obligación del cumplimiento de las operaciones en las que se ha interpuesto, pudiendo, en última instancia, cancelar la operación si no fuera posible liquidarla mediante los procedimientos que se establezcan para la resolución de incidencias. La introducción de la ECC hará innecesarios los mecanismos de aseguramiento de la entrega actuales, ya que al introducirse los servicios de una o varias ECC en el ámbito de la poscontratación dejará de tener sentido la previsión actualmente contenida en el Real Decreto 116/1992, respecto al principio de aseguramiento en la entrega como uno de los que rigen la función de liquidación de las operaciones bursátiles y, por tanto, de la actividad de liquidación del DCV<sup>6</sup>.

Esta modificación plantea asimismo la necesidad de considerar formas de compensación a la parte perjudicada en los casos en los que los mecanismos tendentes a asegurar la entrega fallen y resulte necesario un resarcimiento en efectivo. Como se ha dicho, la eliminación del principio de aseguramiento de la entrega altera el entorno de certeza absoluta en la liquidación de las compras que preside el sistema actual, pero la introducción de servicios de compensación en una o varias ECC eliminará el riesgo de situaciones de exceso transitorio en los saldos de valores que dicho principio conlleva.

## 4.2 Introducción de las Entidades de Contrapartida Central

Una ECC es una institución que se interpone entre las partes de un contrato financiero negociado en uno o más mercados, convirtiéndose en el comprador de todo vendedor y en el vendedor de todo comprador y asumiendo así el riesgo de crédito. Las ECC han sido utilizadas por los mercados organizados de productos derivados y por algunas bolsas de valores y sistemas de negociación, pero en los últimos años su introducción se ha generalizado en numerosos mercados, tanto regulados y como no

---

6 Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles (modificado por el Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores; por el Real Decreto 705/2002, de 19 de julio, por el que se regula la autorización de las emisiones de Deuda Pública de las entidades locales; y por el Real Decreto 363/2007, de 16 de marzo).

regulados (*over-the-counter*, OTC), incluidos los mercados de contratos con pacto de recompra de valores (*repo markets*) y de derivados OTC.

La reforma del sistema de compensación y liquidación actualmente en curso en España contempla como uno de sus ejes fundamentales la introducción de, al menos, una ECC para las operaciones de renta variable negociadas multilateralmente en un mercado regulado o en un sistema multilateral de negociación. Esta obligación responde a la necesidad de aportar seguridad jurídica al sistema, aun considerando que el actual modelo se ha comportado con mucha solidez.

En este contexto, una ECC tendría encomendada la recepción y aceptación de las órdenes de transferencia de valores y efectivo, realizaría su compensación, daría firmeza a dichas operaciones y comunicaría los resultados al sistema de liquidación y este, a su vez, los trasladaría al sistema de registro. Su labor consistiría en asumir obligaciones recíprocas con los diferentes miembros compensadores, interponiéndose en las operaciones como comprador del vendedor y viceversa. Como resultado de dicha labor, cada ejecución en el mercado produce dos operaciones registradas en la ECC: una compra, en la que la ECC actúa como contrapartida del miembro compensador de la parte compradora, y una venta, en la que la ECC es la contraparte del miembro compensador que actúa por cuenta del vendedor.

El diseño institucional de la ECC contempla que la forma jurídica sea la de sociedad anónima, con separación de otras personas jurídicas del esquema de relaciones existente. Las normas de autogobierno vendrán recogidas en sus estatutos sociales, que tendrán que ser aprobados por el Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe de la CNMV. Los detalles de estos aspectos podrían verse finalmente alterados en función de lo que se disponga en la EMIR.

Las ECC tendrán que contar con unos niveles elevados de solvencia financiera y con medios técnicos para poder realizar la labor de interposición entre compradores y vendedores, mediante el correcto cálculo de las posiciones netas tanto de valores como de efectivo. Es necesario también un robusto sistema de garantías y un régimen legal que proteja el buen fin de las operaciones.

No existe en el ámbito europeo ninguna normativa armonizada que establezca los requisitos mínimos de solvencia y de capacidad de gestión de riesgo para las ECC. Sin embargo, se espera que a través de la iniciativa EMIR y de sus normas técnicas de regulación, este y otros aspectos del diseño y funcionamiento de las ECC queden recogidos en detalle. Hasta el momento, la principal referencia en este aspecto proviene del Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) y de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), que plasmaron en un documento de 2004 una serie de recomendaciones sobre la necesidad de adecuación de los recursos propios y esquemas de control apropiados para el desempeño de la función de las ECC<sup>7</sup>. Entre las principales recomendaciones de dicho documento cabe destacar: i) la necesidad de un esquema legal transparente y factible; ii) la medición, el seguimiento y la limitación del nivel de riesgo asumido y la exigencia de garantías

---

7 Committee on Payment and Settlement Systems (BIS) and the Technical Committee of IOSCO (2004). *Recommendations for Central Counterparties*. Disponible en <http://www.bis.org/publ/cpss64.pdf>.

acordes al mismo; iii) la adecuación de los recursos de las ECC y de los participantes; y iv) unos procedimientos claros y públicos que seguir en caso de incumplimientos.

Dentro del esquema actual de infraestructuras y miembros del sistema de compensación y liquidación se identifican tres planos diferenciados: i) el de contratación, en el que interactúan los miembros de mercado y las plataformas de contratación; ii) el de compensación, donde se relacionan los miembros compensadores y la ECC; y iii) el de liquidación y registro de operaciones, donde intervienen las entidades adheridas e Iberclear como DCV.

En los mercados en los que existe actualmente una ECC se identifican diferentes categorías de miembros participantes. Cada miembro negociador del mercado debe designar al menos un miembro compensador, pudiendo darse el caso de que un miembro negociador cuente con más de un miembro compensador.

Se establece una diferencia entre dos figuras principales, miembro compensador individual (*individual clearing member*) y miembro compensador global (*general clearing member*). El primero se responsabiliza de su propia actividad y de la de sus clientes, incluyendo todas sus obligaciones y requerimientos, como las fianzas y garantías. Un miembro compensador global se responsabiliza, igualmente, de su propia actividad y de la de sus clientes, pero entre estos últimos figuran también miembros negociadores en el ámbito de la contratación que no son miembros de la ECC (*non-clearing member*) y que mantienen una relación contractual con un miembro compensador global para la compensación de su actividad.

Una de las funciones principales de las ECC es la centralización y gestión profesionalizada del riesgo de contrapartida, mediante su interposición en cada una de las obligaciones bilaterales creadas en el ámbito de la negociación, y la compensación de saldos acreedores y/o deudores tanto de valores como de efectivo de cada miembro compensador con respecto a la ECC. El cálculo neto de obligaciones reduce considerablemente el número de operaciones originales de mercado a una cantidad mucho más pequeña de órdenes de transferencia de valores y efectivo que se liquidará finalmente por un importe agregado considerablemente inferior al original. El grado de reducción del número de operaciones y del volumen total a liquidar producto de la compensación se conoce como ratio de compresión. Asimismo, y como consecuencia del cálculo de obligaciones netas recíprocas, los esfuerzos en materia de garantías por las operaciones a liquidar son mucho menores, característica que resulta particularmente apreciable en un momento económico delicado como el actual, en el que se exige un uso eficiente del capital.

La cobertura de riesgos debe ser atendida, como se mencionaba anteriormente, por un robusto sistema de garantías compuesto por las aportaciones de cada uno de los miembros, actualizadas casi en tiempo real en función del riesgo asumido, una vez que se vayan aceptando operaciones por parte de la ECC. El sistema se completa con un fondo de garantía (*default fund*), que se nutre con las aportaciones de los miembros compensadores y con los recursos propios de la ECC, que deberán adecuarse al tamaño de su actividad.

El modelo de liquidación propuesto a través de una ECC debe contener, además, características de flexibilidad que permitan la adaptación a un entorno futuro en el que se fomente la competencia. Estas se podrían materializar, por ejemplo, en la coexistencia de varias ECC y/o la interoperabilidad con otras ECC o incluso con otros depositarios centrales de valores.

### 4.3 Modelo de liquidación por saldos

Los procedimientos actuales de liquidación de Iberclear son muy exigentes en la identificación precisa de los valores vendidos, que deben presentarse en el proceso de justificación de ventas previo a la liquidación. Estos elementos conllevan una fuerte superposición entre los procesos de liquidación y los de registro, difícilmente separables en la práctica. En la actualidad, las entregas de valores requieren la aportación de un código (RR) de forma previa a su liquidación. Las RR fueron concebidas como un elemento para «el adecuado control del sistema<sup>8</sup>». Es indudable el papel relevante que estas desempeñan en la seguridad del sistema, como elemento de integración entre el registro central que lleva el DCV y el detalle a cargo de las entidades participantes y como herramienta para atribuir los valores a un titular concreto frente a otros.

Uno de los ejes fundamentales de la reforma del sistema español es la sustitución del sistema de liquidación y registro basado en RR por un sistema basado en saldos o posiciones agregadas. Esta modificación tendrá sobre todo importantes repercusiones en el ámbito operativo y no conllevará un cambio radical desde el punto de vista jurídico, si bien será necesario acometer modificaciones normativas para reducir los riesgos legales que podría provocar el cambio de modelo.

En el nuevo sistema de liquidación y registro que se establecerá como consecuencia de la reforma, se prevé trabajar sobre las posiciones agregadas de las cuentas de valores de los participantes. Así, el sistema se beneficiará de todo el potencial de fungibilidad de los valores de cada emisión, lo cual, a su vez, facilitará la agilidad y la eficiencia del proceso de liquidación.

Se busca con ello aprovechar de manera más adecuada las ventajas funcionales de la ECC y facilitar la participación del DCV en proyectos integradores como T2S, que exigen una liquidación por saldos, dotando al sistema de una mayor agilidad de proceso. Esto le aportará más eficiencia y hará posible un futuro acortamiento del ciclo de liquidación, que sin duda se demandará a medio plazo en la UE, previsiblemente con la entrada en vigor del futuro reglamento sobre DCV.

El cambio en el procedimiento propuesto implicará, por tanto, una mayor separación funcional entre las áreas de liquidación y registro, en contraposición a la situación actual, lo que facilitará la individualización de los servicios básicos del DCV; esto, a su vez, permitirá su ofrecimiento por separado, en línea con lo que procura la regulación comunitaria en vigor y en preparación. Igualmente, la separación de

---

8 Artículo 32 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.

servicios facilitará la integración en proyectos que, como es el caso de T2S, ofrecen servicios funcionalmente separables.

La composición del código de las RR utilizadas en el sistema actual incluye la fecha de la operación original y el tipo de movimiento que produjo el alta de valores. Estos datos permiten la reconstrucción *ex-post* de todos los movimientos hasta la liquidación, lo que asegura la trazabilidad de las operaciones, facilitando enormemente las tareas de supervisión de la contratación, liquidación y llevanza del registro. Sin embargo, a pesar de desempeñar un importante papel en la seguridad del registro de valores, no eliminan totalmente los riesgos de custodia, ya que la asignación a cada RR de su titular concreto es una tarea encomendada a las entidades participantes.

Está previsto que el nuevo sistema ofrezca, junto con la información ya disponible en la CNMV a través de la información sobre operaciones (*transaction reporting*), la información necesaria que permita realizar las funciones de supervisión tal y como se ha venido haciendo hasta el momento. Con este fin, el proyecto de reforma prevé que se introduzca un sistema estandarizado de llevanza de la custodia de los valores. Este sistema ofrecerá prestaciones equivalentes a las que actualmente aporta el sistema de RR a efectos de supervisión. Asimismo, al ejecutarse con posterioridad a los procesos de compensación y liquidación, el nuevo sistema no interferirá en el desarrollo de tales procesos y permitirá agilizarlos e incluso, si fuera necesario, acortar el ciclo de liquidación.

Además, el nuevo sistema de registro hará necesaria la exigencia de una mayor responsabilidad a los participantes en cuanto al ejercicio de sus obligaciones, con independencia de los mecanismos que se establezcan para procurar la integridad y precisión en la llevanza del registro de detalle, absolutamente esenciales. Probablemente se impondrán unos requisitos más exigentes que los actuales para asegurar el correcto desempeño de los participantes, en paralelo con su mayor asunción de responsabilidades. En particular, el ejercicio de la función de registro y llevanza de cuentas de valores de clientes requerirá unos niveles elevados de solvencia, así como requisitos muy rigurosos en materia de medios técnicos y sistemas de control.

## **5 Principales modificaciones jurídicas de la reforma**

### **5.1 Firmeza y novación de las órdenes de transferencias de valores y efectivo**

#### **5.1.1 Firmeza**

Para reducir el riesgo de fallos de alcance sistémico, resulta necesario que los sistemas de compensación y de liquidación de valores queden protegidos al máximo ante la eventualidad de que alguno de sus participantes pueda resultar insolvente. Con independencia de los mecanismos económicos que a tal fin establecen los gestores de estos sistemas, resulta también necesario que estos estén suficientemente protegidos desde el punto de vista jurídico. Desde esta perspectiva, cobra relevancia el concepto de firmeza introducido por la Directiva 98/26/CE del Parlamento

Europeo y del Consejo, de 19 de mayo de 1998<sup>9</sup>, que fue incorporada al Ordenamiento jurídico español por la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores<sup>10</sup>. Se puede deducir de estas disposiciones la introducción de un nuevo concepto jurídico, la firmeza, de aplicación en el ámbito de las entidades que realizan funciones de compensación y liquidación de valores, siempre que sean consideradas como sistemas a los efectos de las disposiciones citadas.

La Ley 41/1999, después de señalar en su artículo 11.1 que «las órdenes de transferencia cursadas a un sistema por sus participantes, una vez recibidas y aceptadas de acuerdo con las normas de funcionamiento del sistema, serán irrevocables», establece que las órdenes de transferencia de valores y efectivo, una vez sean aceptadas por un sistema de compensación y liquidación de valores así como la compensación que en su caso tenga lugar entre ellas, serán «firmes, vinculantes y legalmente exigibles para el propio participante y oponibles frente a terceros», aun en el caso de que se incoe un procedimiento de insolvencia respecto de un participante, siempre que las órdenes de transferencia hayan sido aceptadas por el sistema antes del momento de la incoación del procedimiento de insolvencia<sup>11</sup>. Excepcionalmente, se contempla la firmeza de las órdenes y de la compensación que hayan tenido lugar aun después de la declaración de insolvencia de un participante, siempre que el sistema pueda probar que no ha tenido conocimiento con anterioridad, ni debiera haberlo tenido, de dicha declaración y siempre que se cumplan determinadas circunstancias.

Las normas referidas determinan que cada sistema establecerá el momento en que las órdenes de transferencia serán irrevocables para su ordenante, así como el momento de firmeza de las mismas.

De esta manera, tanto la directiva como la ley española que la traspuso persiguen reducir al mínimo cualquier perturbación que pudiera resultar como consecuencia de la declaración de insolvencia de alguno de los participantes en un sistema de compensación y liquidación de pagos y de valores. Se persigue reducir el riesgo de que, como consecuencia de la insolvencia de una entidad participante, las órdenes de transferencia de valores y efectivo —y por tanto las operaciones sobre valores— puedan ser anuladas o rescindidas, lo que podría provocar no solo el incumplimiento por parte del insolvente, sino también por parte de otras entidades participantes y del propio DCV. Así, las órdenes y las operaciones de compensación declaradas firmes no podrán ser objeto de acción de nulidad o retroacción alguna en el ámbito de un procedimiento de insolvencia de una entidad participante.

Pero esta normativa ha ido más allá, al establecer una regulación especial en relación con las garantías aportadas a estos sistemas. Así, la Ley 41/1999 contempla no solo

---

9 Esta directiva ha sido modificada por la Directiva 2009/44/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de mayo de 2009.

10 Modificada por la Ley 7/2011, de 11 de abril, por la que se modifica la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores y por el Real Decreto Legislativo 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública.

11 La normativa prevé incluso la firmeza de las órdenes de transferencia y de la compensación entre ellas aun cuando tales órdenes se hubieran cursado al sistema después de la insolvencia del participante en determinados supuestos (artículo 13 de la Ley 41/1999, de 12 de noviembre).

que los sistemas gozan de un derecho absoluto de separación sobre las garantías constituidas a su favor en caso de concurso de un participante, sino que también se contempla que su constitución no podrá ser objeto de impugnación como consecuencia de un procedimiento de insolvencia salvo en casos verdaderamente excepcionales (constitución en fraude de acreedores).

Estas cuestiones se complementan con diversas disposiciones sobre la compensación de deudas y créditos recíprocos como forma habitual de operar en estos mercados (capítulo II del Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo) y sobre las garantías exigidas por los sistemas de compensación y liquidación de valores e instrumentos financieros (arts. 44 bis.8, 59.8 y 9 de la LMV). En este mismo sentido, la LMV ha especificado en su artículo 44 ter, en línea con lo ya explicado, que en caso de que algún miembro de una entidad de contrapartida central o alguno de los clientes de aquellos se viera sometido a un procedimiento concursal, la ECC gozará de un derecho absoluto de separación respecto a los instrumentos financieros y el efectivo en que estuvieran materializadas las garantías que tales miembros o clientes hubieran constituido o aceptado. También se reconoce un derecho de separación similar en favor de los miembros de la ECC respecto de las garantías que exijan a sus clientes.

En la actualidad, y hasta que culmine la reforma, Iberclear, como sistema de compensación y liquidación de valores, tiene establecidas en su normativa interna —reglamentos y circulares— reglas sobre la firmeza. Dado que uno de los principios que aplican en el funcionamiento de Iberclear es el de aseguramiento en la entrega<sup>12</sup>, tal como se ha expuesto anteriormente en la sección 4.1, la firmeza está establecida en el entorno inmediatamente posterior a la negociación de los valores.

Como se ha indicado, con la actual reforma del sistema español de compensación y liquidación, iniciada con la aprobación de la Ley 32/2011, se prevé la intervención obligatoria de una ECC en las operaciones de renta variable negociadas de forma multilateral en mercados secundarios oficiales y sistemas multilaterales de negociación (SMN). La ECC, por tanto, deberá realizar las funciones de recepción y aceptación de las órdenes de transferencia de valores y de dinero, llevando a cabo la compensación de las mismas y comunicando los resultados a un DCV que culmine las operaciones de liquidación correspondientes. Por tanto, será la encargada de garantizar el cumplimiento de las transacciones bursátiles en sustitución de Iberclear. El DCV español liquidará las operaciones si previamente las entidades afectadas tienen suficientes valores y efectivo.

En la medida en que las ECC son potencialmente generadoras de riesgo sistémico, deberán ser consideradas como sistemas a los efectos de la Ley 41/1999 y deberán fijar sus propias normas sobre la firmeza. Por otro lado, y como consecuencia de los cambios expuestos, Iberclear, cuya consideración como sistema de compensación y liquidación de valores se estableció en la propia Ley 41/1999<sup>13</sup>, tendrá que modificar las reglas sobre firmeza para las operaciones bursátiles.

---

12 Artículo 44 bis.4 de la LMV y artículo 56 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.

13 Artículo 8 de la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y liquidación de valores.

Con carácter general, lo que en este momento de la reforma puede avanzarse a modo de esquema es que, en la ECC, la firmeza de las órdenes debería situarse en un entorno inmediatamente posterior a la aceptación por parte de esta de las operaciones negociadas en las plataformas multilaterales, una vez las operaciones le sean comunicadas. En el DCV la firmeza de las órdenes de transferencia de efectivo y valores se deberá situar en el entorno de la liquidación.

### 5.1.2 Novación

El artículo 31 bis.7 de la LMV prevé con carácter obligatorio la intervención de la ECC en las operaciones de renta variable negociadas de forma multilateral tanto en un mercado secundario oficial como en un sistema multilateral de negociación.

Desde el punto de vista operativo, se contempla que una vez que las operaciones de compraventa de valores se negocien en Bolsa, se comunicarán a la ECC a través de los sistemas informáticos habilitados a tal fin. Con objeto de que la ECC asuma el riesgo de contrapartida en las transacciones, es necesario que se interponga actuando como comprador de cada vendedor y como vendedor de cada comprador. Desde el punto de vista jurídico esta interposición se puede explicar acudiendo al concepto jurídico de novación (arts. 1203-1213 del Código Civil). En el caso de la interposición de la ECC se produciría una novación subjetiva como consecuencia del cambio de los sujetos de cada transacción. De esta manera cada transacción bursátil comunicada y aceptada por la ECC quedaría «transformada» en dos: una de la cámara con el comprador y otra de la cámara con el vendedor. Este proceso debe ir seguido de un proceso de compensación que permite a la ECC calcular las obligaciones netas sobre valores homogéneos y efectivos frente a cada miembro, lo que unido a una gestión de riesgos altamente cualificada y especializada reduce, aunque no elimina, el riesgo de fallo en la entrega.

De esta manera, la figura de la novación cobra especial relevancia en relación con las actividades que lleva a cabo la ECC. El Código Civil contempla la novación como una forma de modificar o extinguir las obligaciones. Señala Díez-Picazo (1986) que ha de buscarse el sentido funcional de la novación en cada caso concreto, debiendo atenderse ante todo a la voluntad de las partes, para determinar si la novación supone tan solo la modificación de un elemento de la obligación o si produce la extinción de todas las «reglas de conducta» previstas para la primera relación (condiciones, plazos, garantías, etc.)<sup>14</sup>.

Desde esta posición teórica y preliminar conviene señalar la importancia de que tanto las cuestiones de funcionamiento operativo de la ECC como las cuestiones jurídicas queden adecuadamente resueltas y ensambladas una vez se complete el diseño técnico y jurídico del nuevo sistema.

## 5.2 El registro de valores anotados en cuenta

En España, los valores pueden estar representados mediante títulos físicos o mediante anotaciones en cuenta. Sin embargo, de acuerdo con el artículo 496 del texto

---

14 Díez-Picazo, L. (1986). *Fundamentos del Derecho civil patrimonial*. Vol. 1, pág. 795 y ss.

refundido de la Ley de Sociedades de Capital y el Real Decreto 116/1992, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, los valores admitidos a cotización en un mercado secundario oficial necesariamente habrán de representarse por medio de anotaciones en cuenta. De acuerdo con el artículo 8 de la Ley del Mercado de Valores, la constitución de los valores se produce con su inscripción en el correspondiente registro contable. A partir de dicha inscripción, los valores quedarán sometidos a las normas previstas en el capítulo II del título I de la LMV y en el Real Decreto 116/1992.

Para los valores admitidos a negociación en bolsa, el legislador ha optado por un sistema de registro único de doble escalón, compuesto por un registro central a cargo de Iberclear y registros de detalle a cargo de las entidades adheridas a Iberclear. El registro central refleja el saldo para cada categoría de valores y cada entidad adherida. Los registros de detalle de las entidades adheridas expresan, con referencia a cada valor, el saldo que le corresponde a cada titular registral, separándose en dos cuentas el saldo del que sea titular la entidad adherida y el saldo que tenga registrado a nombre de terceros. Para garantizar la unidad y coherencia del registro, el artículo 31 del Real Decreto 116/1992 establece que solo quien aparezca en el registro central —cuando la titularidad corresponde a entidades adheridas— o en los registros de detalle —cuando la titularidad corresponde a los clientes de estas— goza de todas las presunciones legales que confiere la anotación en cuenta.

El titular registral tiene un derecho real sobre los valores. De acuerdo con los artículos 9 y 12 de la LMV:

- La inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos.
- La transmisión será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la inscripción.
- El tercero que adquiera a título oneroso valores representados por medio de anotaciones en cuenta de alguna persona que, según los asientos del registro contable, aparezca legitimada para transmitirlos, no estará sujeto a reivindicación, a no ser que en el momento de la adquisición haya obrado de mala fe o con culpa grave.
- La entidad emisora solo podrá oponer, frente al adquirente de buena fe de valores representados por medio de anotaciones en cuenta, las excepciones que se desprendan de la inscripción en relación con el documento previsto en el artículo 6 de la LMV y las que hubiese podido esgrimir en el caso de que los valores hubiesen estado representados por medio de títulos.
- La persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable se presumirá titular legítimo y, en consecuencia, podrá exigir a la entidad emisora que realice en su favor las prestaciones a las que tenga derecho el valor representado por medio de anotaciones en cuenta.

Además, en caso de concurso de la entidad encargada de la llevanza del registro contable, y en su calidad de propietario de los valores, el titular registral puede instar la separación de los valores de su propiedad.

La reforma del sistema español de compensación, liquidación y registro, que se inicia con la Ley de modificación de la LMV, conserva los anteriores aspectos que se han mencionado en relación con la construcción jurídica de los valores anotados en cuenta, si bien a través de los desarrollos reglamentarios por acometer se irán introduciendo las modificaciones operativas que resultan necesarias para aprovechar las ventajas funcionales de la ECC y la coordinación de los DCV con otros sistemas europeos.

### 5.2.1 Eliminación de las RR y paso a un sistema de control de saldos

La novedad más importante en materia de registro de valores tendrá lugar con la modificación (o sustitución) del Real Decreto 116/1992 y consistirá, como se ha indicado, en la eliminación de las referencias de registro y su sustitución por un sistema de control de los saldos de valores anotados en las cuentas que lleve Iberclear y en las cuentas de detalle que lleven las entidades participantes para sus clientes, bajo la supervisión de Iberclear y de la CNMV. En este sentido, el artículo 12 bis de la LMV ha introducido una mención a que el sistema de registro deberá ofrecer las mayores garantías para que no existan descuadres entre los valores anotados y los valores efectivamente depositados en las entidades encargadas de la llevanza del registro y en sus entidades participantes, con el objeto de reforzar una obligación de control registral ya establecida con anterioridad<sup>15</sup>.

En cualquier caso, el paso de un sistema de control registral basado en RR a un sistema de saldos exige que se regulen sistemas de control alternativos para que el nuevo sistema mantenga un estándar equivalente de seguridad. De ahí que, como se ha comentado en la sección 4, entre las previsiones de la reforma deban destacarse dos tipos de medidas: por un lado, la revisión de los requisitos de solvencia técnica y económica exigibles a las entidades participantes y, por otro lado, un sistema registral basado en saldos de valores mediante la estandarización de la llevanza de cuentas por parte de las entidades participantes. Estas deberán llevar el registro conforme a unas prescripciones técnicas homogéneas que deberán ser aprobadas por Iberclear, lo que facilitará la auditoría y supervisión del sistema. En consonancia con ello, será necesario adaptar el sistema de supervisión del DCV español sobre sus entidades participantes, así como el de la CNMV.

### 5.2.2 Características del nuevo sistema registral

Si bien la regulación de detalle relativa a la configuración del registro deberá realizarse por vía reglamentaria, a continuación se describen algunas de las características de la propuesta efectuada por la CNMV en el documento que sometió a consulta pública en febrero de 2011<sup>16</sup>.

---

15 Artículo 33 del Real Decreto 116/1992.

16 CNMV (2011). *Propuestas de reforma en el sistema español de compensación, liquidación y registro. Documento a consulta pública*. Disponible en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Aldia/reformacyl.pdf>.

En línea con la regulación actual, se contempla para los valores negociados en los mercados un sistema de registro de tenencia directa de registro único de doble escalón. El registro central estará a cargo de Iberclear, que llevará para cada participante y para cada categoría de valores una cuenta que refleje el saldo del que es titular en cada momento la propia entidad participante, y otra cuenta que reflejará el saldo global de los valores que la entidad participante tenga registrados en cuentas de detalle a nombre de sus clientes, propietarios de los valores.

Como novedad, se prevé la posibilidad de que las entidades participantes puedan llevar cuentas segregadas para otras entidades no participantes. La característica principal de estas cuentas, generalmente previstas en otros ordenamientos para grandes instituciones financieras (gestoras de fondos de inversión o de pensiones, custodios internacionales, etc.) es que permiten que dichas entidades mantengan los valores de su propiedad separados de los de las cuentas propias de otras entidades y de las cuentas de terceros gestionadas por la entidad participante. Se contempla que estas cuentas segregadas se mantengan siempre a través de una entidad participante, y no directamente por la entidad inversora en el DCV, si bien deberán ser siempre transparentes para el DCV. La principal ventaja de estas cuentas es que su titular no se vería afectado por un posible déficit de valores que pudiera surgir en las cuentas de detalle de una entidad participante.

Tal y como ocurre en la actualidad, las cuentas relevantes a efectos de la determinación de la titularidad serían las cuentas mantenidas en Iberclear, tratándose de la cuenta propia de la entidad participante o de cuentas segregadas, y de las cuentas de detalle, cuando se tratase de los clientes de la entidad participante.

No obstante, en este esquema el derecho de los clientes está condicionado a que las entidades participantes lleven adecuadamente y con diligencia los registros contables, de manera que el saldo total de la cuenta global de clientes reconocida en Iberclear coincida con la suma de los saldos de todas las cuentas de detalle de los clientes. En caso de que resultara un déficit de valores, la entidad participante deberá hacer frente al mismo, indemnizando al cliente afectado en especie siempre que ello sea posible. Si no lo fuera, debería resarcirle en metálico. En los casos en que la entidad participante se encuentra en situación de concurso, cobra toda su importancia la regla de la prorrata. Si la entidad participante hubiera reconocido a sus clientes más valores de los que realmente tuviera reconocidos en el DCV debería satisfacer a estos a prorrata de su inversión, con lo que los clientes quedarían como acreedores de la masa por el remanente y sin perjuicio del derecho a ser indemnizados por el Fondo de Garantía de Inversiones.

La regla de la prorrata podría resultar controvertida, pero debe señalarse que es la más coherente con un sistema de llevanza de valores mediante saldos y que ha sido adoptada por gran parte de los ordenamientos jurídicos de otros Estados Miembros (Bélgica, Alemania y Reino Unido, entre otros).

Junto a estas reglas, se propone el mantenimiento de los principios registrales de aplicación al sistema registral vigente, como son los de prioridad y tracto sucesivo, si bien probablemente requieran en el desarrollo reglamentario la reforma de alguna adaptación con respecto a su formulación actual.

Como se ha indicado, este sistema exigirá un replanteamiento de los requisitos de acceso a la condición de participante en Iberclear, una redefinición de sus funciones de supervisión y la reconfiguración de un sistema de penalizaciones por incumplimientos en la llevanza del registro de anotaciones.

### 5.2.3 Aspectos concursales del registro de valores anotados en cuenta

La reforma de la LMV canalizada a través de la Ley 32/2011 ha introducido diversas especialidades en materia concursal relacionadas con el registro de valores anotados en cuenta.

En primer lugar, dado que el titular registral de valores anotados en cuenta ostenta sobre los mismos un derecho real de propiedad, el nuevo artículo 12 bis de la LMV establece que, declarado el concurso de una entidad encargada de la llevanza del registro de valores representados mediante anotaciones en cuenta o de una entidad participante en el sistema de registro, los titulares de valores anotados en dichos registros gozarán del derecho de separación de los valores inscritos a su favor, y podrán ejercitar ese derecho solicitando el traslado de los valores a otra entidad. Este derecho se completa con el mandato al juez del concurso y a los órganos de la administración concursal, para que velen por los derechos que deriven de operaciones de liquidación en curso en el momento en que se declare el concurso.

En segundo lugar, el artículo 12 bis de la LMV establece la llamada «regla de la prorrata». Se prevé que cuando los valores con un mismo código de identificación (ISIN) separados de la masa no resulten suficientes para satisfacer completamente los derechos de los titulares inscritos de tales valores, el déficit se distribuirá a prorrata entre todos ellos. Lógicamente, los titulares de los valores podrán ejercer acciones personales para resarcirse por la parte no satisfecha en valores. En el ámbito concursal, este reparto proporcional del déficit exigirá de la administración concursal las operaciones previas de determinación por cada clase de valor, el saldo que la entidad participante tiene reconocido en el DCV por cuenta de terceros y la determinación de los valores que la entidad ha reconocido a sus clientes a efectos de proceder al reparto proporcional.

Asimismo, la ley dispone que, cuando existan derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre los valores, una vez aplicada la regla de la prorrata, dichos gravámenes se entenderán como constituidos sobre el resultado de la prorrata, entendiéndose que, en la parte restante, el gravamen queda constituido sobre los derechos de crédito que subsisten en favor del titular de los valores.

Las anteriores previsiones, y en particular el derecho de separación del titular registral, se complementan con otro tipo de normas, pudiera decirse que de Derecho público, como son los artículos 44 bis.9 y 70 ter.1 f) de la LMV —en vigor con anterioridad a la reforma— en los cuales, ante estas situaciones de insolvencia de las entidades depositarias, se encomienda a la CNMV una cierta labor de coordinación de los intereses en juego, en el sentido de que debe disponer el traslado de los valores de los clientes de estas entidades y del efectivo procedente de los derechos económicos de los valores o de su venta.

## 6 Desarrollo normativo de la modificación de la LMV

La reforma del sistema español de compensación, liquidación y registro de valores requiere, junto a la modificación de la LMV, ulteriores modificaciones de otras normas de rango reglamentario. Hasta que se produzca la aprobación de las correspondientes normas reglamentarias, ha quedado aplazada la entrada en vigor de las siguientes disposiciones de la Ley 32/2011, de modificación de la LMV:

- El artículo 31 bis.7, en cuanto a la necesaria intervención de una ECC en las operaciones sobre acciones y otros valores negociables equivalentes realizadas en los segmentos de contratación multilateral de los mercados secundarios oficiales y de los SMN.
- El artículo 44 bis.3 de la LMV, en lo relativo al gobierno corporativo de la Sociedad de Sistemas (comité de riesgos, comité de nombramientos y retribuciones, mecanismos de participación de los usuarios y prevención de conflictos de interés).
- El artículo 44 bis.4, en lo relativo a la supresión del principio de aseguramiento en la entrega por parte de Iberclear y al régimen de las garantías que las entidades participantes deban constituir ante la Sociedad de Sistemas.

### 6.1 Modificaciones de las normas de rango reglamentario

En primer lugar, se deberá realizar una importante modificación o sustitución del Real Decreto 116/1992. Esta norma deberá suprimir definitivamente, en línea con lo que ya dispone la LMV tras su modificación, el principio de aseguramiento en la entrega y las RR y deberá regular con detalle el nuevo sistema de registro de valores anotados en cuenta.

En segundo lugar, debe tenerse en cuenta que la ley prevé en su disposición final cuarta que reglamentariamente se adopten las medidas necesarias para la unificación del sistema de registro de la renta variable, la renta fija y la deuda pública representadas mediante anotaciones en cuenta; se debería, por ello, derogar el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone un Sistema de Anotaciones en Cuenta para la Deuda del Estado, que quedaría regulado, sin perjuicio de las especialidades necesarias, por el Real Decreto 116/1992 o la norma que la sustituya.

En tercer lugar, sería conveniente derogar y, en su caso, sustituir por una nueva normativa el Decreto 1506/1967, de 30 de junio, por el que se aprueba el Reglamento de Bolsas.

En cuarto lugar, y dependiendo del texto de la futura regulación comunitaria EMIR, podría resultar necesario o no acometer el desarrollo mediante real decreto de las ECC.

Por último, y en desarrollo del artículo 86 de la LMV, procedería que se aprobase una orden ministerial y una circular de la CNMV en materia de normas contables y modelos a los que se deben ajustar los estados financieros de las ECC y sus grupos

consolidables, así como modelos de otro tipo de información (sobre riesgos, coeficientes, garantías, etc.) que aportar a la CNMV. Habrá que revisar, asimismo, la regulación actual existente para Iberclear en estas materias.

## **6.2 Normas internas de funcionamiento y actos administrativos derivados de la actual reforma**

Junto a las modificaciones normativas mencionadas, la implantación efectiva de esta reforma requiere también la aprobación de una serie de normas internas por parte de las distintas infraestructuras de negociación, compensación y liquidación, así como las correspondientes autorizaciones administrativas.

Tanto la constitución de la ECC como sus reglas internas de funcionamiento deberán ser convenientemente autorizadas por parte del Ministro de Economía y Hacienda, previos los informes a que se refiere el artículo 44 ter de la LMV. A su vez, el reglamento de la ECC requerirá un buen número de circulares y otras normas técnicas. La aprobación de la ECC y de sus normas internas deberá hacerse conforme al procedimiento y requerimientos previstos en la normativa comunitaria, en caso de que la solicitud para la constitución se formule una vez aquella esté en vigor.

El Gobierno deberá atribuir la consideración de «sistema» a la ECC que se constituya, de acuerdo con la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores.

Deberá modificarse —una vez se disponga de autorización administrativa por parte del Ministro de Economía y Hacienda, previos los informes a los que se refiere el artículo 44 bis.4 de la LMV— el reglamento de Iberclear, que incluirá aspectos técnicos relacionados con la liquidación y el registro, sobre todo, de las operaciones realizadas en bolsa que se compensen a través de una o varias ECC, el registro de valores y las reglas sobre firmeza, de conformidad con la Ley 41/1999, de 12 de noviembre. A su vez, esta modificación requerirá un buen número de modificaciones de circulares e instrucciones operativas. Para la modificación de los sistemas de compensación, liquidación y registro de las bolsas autonómicas será necesario contar con autorización por parte del órgano competente de cada una de las comunidades autónomas con competencias en mercados de valores.

Las bolsas de valores deberán redactar sus reglamentos, en los que deberán especificar la ECC en la que se van a compensar sus operaciones y el DCV encargado de la liquidación y registro de los valores. Estos reglamentos de las bolsas necesitarán también la oportuna autorización administrativa del Ministro de Economía y Hacienda o de las comunidades autónomas con competencia en la materia, conforme al artículo 31 bis de la LMV.

Los acuerdos de interoperabilidad entre las distintas infraestructuras de negociación, compensación y liquidación deberán ser aprobados por todas las autoridades supervisoras competentes de las infraestructuras implicadas.

Finalmente, cabe señalar que la Ley de modificación de la LMV atribuye a la CNMV, en su disposición final segunda, la facultad de supervisar los cambios técnicos nece-

sarios para acometer la reforma de los sistemas actuales de compensación, liquidación y registro de los mercados secundarios oficiales de valores.

## 7 Situación del proyecto de reforma

Desde febrero de 2010 se han celebrado reuniones periódicas con representantes de la industria en un intento de hacer lo más abierto posible el proceso de reforma y poder recabar así su opinión. Fruto de los avances en este proceso, el trabajo, realizado en estrecha colaboración con el Banco de España, se ha sometido en dos ocasiones a consulta pública, y se ha obtenido una acogida favorable a los cambios propuestos<sup>17</sup>.

Con la entrada en vigor del texto legal que habilita los principales cambios comenzó una etapa de intenso trabajo para todos los participantes del proceso con el objetivo de acometer los cambios técnicos necesarios. Para ello, la CNMV, en colaboración con el Banco de España y con el sector, constituyó un Comité de Coordinación encargado de dirigir y orientar las tareas que deben acometerse y de asegurar el desarrollo de la reforma dentro de los plazos previstos. El Comité está presidido por el Vicepresidente de la CNMV y cuenta con representantes del Banco de España, de Iberclear, de las Bolsas de Valores y las asociaciones patronales de entidades de crédito, cajas de ahorro y empresas de inversión. En el seno del Comité de Coordinación se diseñó un plan de trabajo que ha sido encomendado a la Comisión Técnica Asesora de Iberclear (CTA), ampliada a estos efectos para dar cabida a una representación más amplia de la industria y en cuyas reuniones participan asimismo representantes del Banco de España y de la CNMV. En la CTA se discuten todas las cuestiones técnicas del proceso, que son elevadas al Comité de Coordinación para su supervisión y validación.

Los trabajos necesarios y los cambios a realizar deben tratar de converger temporalmente con la implementación de la plataforma europea T2S.

## 8 Conclusiones

El sistema español de compensación, liquidación y registro ha demostrado una extraordinaria robustez y seguridad desde su creación. Sin embargo, presenta una serie de singularidades que podrían afectar a la capacidad de nuestro sistema para adaptarse a los procesos de integración y armonización en los que actualmente están inmersos los sistemas de poscontratación en la UE. Este es el principal motivo que ha llevado a la CNMV a impulsar el proyecto de reforma del sistema de compensación, liquidación y registro del sistema español que se describe en este artículo.

---

17 Los textos de ambas consultas están disponibles en <http://www.cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CNMV/CarReformaSistemaCompensacion.pdf> (consulta realizada en febrero de 2010) y <http://www.cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CNMV/caratulaconsulta.pdf> (consulta celebrada en febrero de 2011).

Los dos cambios principales que introduce la reforma son la introducción de servicios de compensación en una o varias ECC, que permiten suprimir el principio de aseguramiento de la entrega, y la eliminación del sistema de liquidación y registro basado en RR y su sustitución por un sistema basado en saldos, lo que hace que se introduzcan nuevas normas aplicables a las situaciones concursales de las entidades encargadas del registro de valores y sus entidades adheridas. Estas modificaciones permitirán una mayor homologación de los actuales procesos de poscontratación del sistema español con los estándares y prácticas europeas. Ante este nuevo panorama, los supervisores deberán realizar un esfuerzo considerable de mejora en la coordinación de su actividad, especialmente mediante una mayor agilidad en la transmisión de datos entre reguladores.

El proceso de reforma comenzó formalmente en febrero de 2010, con una consulta pública en la que se describían y detallaban las modificaciones necesarias para conseguir los objetivos que, a grandes rasgos, se habían enunciado en un informe conjunto elaborado en 2007 por la CNMV y el Banco de España. Desde entonces, la CTA de Iberclear ha estado trabajando en el diseño de la reforma y en su desarrollo e implantación técnica bajo la dirección de un Comité de Coordinación, presidido por el Vicepresidente de la CNMV, con el apoyo del Banco de España. Asimismo, en esta labor la CNMV cuenta con la colaboración de Bolsas y Mercados Españoles (BME) y de los principales participantes del proceso de compensación y liquidación. Es importante destacar en este proceso la aprobación de la Ley 32/2011, de 5 de octubre, de modificación de la LMV, que aporta seguridad jurídica a las principales modificaciones previstas en la reforma. No obstante, la entrada en vigor de buena parte de las normas de esta ley queda supeditada a la aprobación de los desarrollos reglamentarios necesarios, que introducirán nuevos mecanismos de control y normas de responsabilidad y de resolución de incidencias en los procedimientos de poscontratación de valores.

La reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores se encuentra, en estos momentos, en una fase de definición y desarrollo de los nuevos procesos basados en los dos grandes pilares mencionados en el segundo párrafo de esta sección. Los trabajos se están desarrollando de manera muy intensa con el objetivo de tener en funcionamiento el nuevo sistema de compensación y liquidación antes de la puesta en marcha de T2S, lo que previsiblemente tendrá lugar en septiembre de 2014, de manera que el sistema español de poscontratación pueda adaptarse e incorporarse a este y a otros proyectos de integración y armonización de la UE en igualdad de condiciones con los de otras jurisdicciones.

# Modificaciones de la Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva

**Adela Aguilar, Silvia García, María Dolores García, Jorge Medina y Marta Peláez (\*)**

(\*) Adela Aguilar, Silvia García, María Dolores García, Jorge Medina y Marta Peláez pertenecen a la División de Registro y Autorización de Entidades (DARE) de la CNMV.



# 1 Introducción

El pasado 6 de octubre entró en vigor la Ley 31/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (LIIC, en adelante). En el presente artículo se describen y analizan las principales novedades introducidas por esta ley en el ámbito de las normas y procedimientos de autorización y registro de las IIC.

El objeto de la Ley 31/2011, como se señala en su preámbulo, es iniciar la trasposición de las directivas comunitarias 2009/65/CE (Directiva UCITS IV)<sup>1</sup> y 2010/78/UE (Directiva Ómnibus I)<sup>2</sup>, así como introducir otras modificaciones con el objetivo de reforzar la competitividad de la industria de las IIC, en un contexto de mayor integración y competencia. La reforma de la LIIC también pretende establecer medidas para la optimización de la supervisión de las IIC y sus sociedades gestoras (SGIIC, en adelante) por parte de la CNMV.

Las principales novedades de la Directiva UCITS IV y su normativa de desarrollo<sup>3</sup> fueron ya expuestas en un artículo publicado en el Boletín de la CNMV correspondiente al segundo trimestre de 2010<sup>4</sup>. En particular, entre las medidas de mayor impacto en el régimen de autorización y registro de las IIC destacan las siguientes:

- La simplificación del régimen de emisión del pasaporte comunitario para la comercialización transfronteriza de IIC.

---

1 Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios. Esta directiva refunde en un solo texto la Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, modificada posteriormente por las directivas que aparecen en el anexo III de la Directiva 2009/65/CE.

2 Directiva 2010/78/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por la que se modifican las Directivas 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2009/65/CE, en relación con las facultades de la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea, Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y Autoridad Europea de Valores y Mercados).

3 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 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 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; y la Directiva 2010/43/UE de la Comisión, de 1 de julio de 2010, por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE en lo que atañe a los requisitos de organización, los conflictos de interés, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre depositario y sociedades de gestión.

4 Martínez Blasco, M. A. y Racanati, M. (2010). «La Directiva UCITS IV». *Boletín de la CNMV*, Trimestre II.

- La previsión de un régimen de actuación transfronteriza de las SGIIC, a las que se permite gestionar fondos constituidos en otro Estado Miembro de la Unión Europea.
- La regulación de un nuevo instrumento informativo de las IIC denominado «documento con los datos fundamentales para el inversor» (DFI, en adelante), en sustitución del anterior folleto informativo simplificado.
- La previsión de un régimen para las fusiones de IIC y las estructuras principales-subordinado.

Asimismo, puede encontrarse un análisis de las principales modificaciones introducidas por la Directiva Ómnibus I en otro artículo publicado en el Boletín de la CNMV correspondiente al tercer trimestre de 2011<sup>5</sup>. En particular, en el citado artículo se destaca la configuración de la nueva Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, en adelante) y la obligación de la CNMV de remitirle información en el marco de la cooperación entre supervisores, en relación con la denegación de autorizaciones de determinadas IIC y SGIIC. También se subraya en el mismo la capacidad de mediación, con carácter vinculante, de la ESMA, entre autoridades competentes de distintos Estados Miembros.

En cuanto a otras modificaciones introducidas por la Ley 31/2011 al margen de la adaptación a las directivas comunitarias, cabe destacar la posibilidad de utilizar cuentas globales para la comercialización en España de IIC domiciliadas en nuestro país y la posibilidad de ceder en garantía parte de los activos incluidos en el patrimonio de las IIC, así como otras medidas tendentes a la reducción de cargas administrativas y la flexibilización de procedimientos.

El resto del artículo se organiza como sigue. En las secciones 2 y 3 se tratan las novedades relacionadas con la comercialización y la actuación transfronterizas de IIC y sociedades gestoras, respectivamente. La sección 4 se ocupa del DFI, esto es, del nuevo documento que sustituye al folleto simplificado. En la sección 5 se revisan las mejoras introducidas por la reforma de la LIIC en materia de fusiones de IIC. Finalmente, en la sección 6 se analizan otras modificaciones de la LIIC, y en la sección 7 se presentan las conclusiones.

## 2 Comercialización transfronteriza de IIC

La Directiva UCITS IV y su normativa de desarrollo regulan un nuevo procedimiento de comunicación entre las autoridades competentes y las IIC en relación con el pasaporte para la comercialización transfronteriza de IIC que cumplan con dicha Directiva, con el fin de facilitar el acceso de las mismas a los mercados de otros Estados Miembros. La Ley 31/2011, mediante la modificación del artículo 15 de la LIIC, relativo a la comercialización en España de las acciones y participaciones de IIC extranjeras y, en paralelo, del artículo 16 de esa misma ley, referente a la

---

5 Munuera, J. y Martín de Diego, A. (2011). «La Autoridad Europea de Valores y Mercados». *Boletín de la CNMV*, Trimestre III.

comercialización de IIC españolas en el ámbito de la Unión Europea, inicia la transposición de dicha regulación.

La principal novedad introducida por la Ley 31/2011 consiste en que la comunicación del pasaporte ya no se hace por parte de la IIC a la CNMV, sino que se ha establecido un procedimiento más sencillo, con unos plazos muy cortos, basado en la comunicación entre autoridades competentes y en el que está más limitado el papel de la autoridad competente del Estado de acogida.

De esta forma, la IIC autorizada en otro Estado Miembro de la Unión Europea remite a la autoridad competente del Estado Miembro de origen el «escrito de notificación», con información sobre las disposiciones y modalidades de comercialización en España, y la documentación de la IIC. La comercialización en España será libre desde que dicha autoridad comunique a la IIC que ha remitido a la CNMV dichos documentos, junto con el certificado acreditativo de que la IIC cumple las condiciones impuestas por la directiva. Se elimina, por tanto, el requisito de que los documentos se presenten visados.

Otra novedad es que, de acuerdo con la directiva, el documento con los datos fundamentales para el inversor (DFI) deberá presentarse en castellano, pero el resto de la documentación podrá presentarse en castellano o en inglés. Además, la traducción de la información se realizará bajo la responsabilidad de la IIC, por lo que dejará de ser necesaria la traducción jurada al castellano.

La IIC comunicará las modificaciones y actualizaciones de la documentación necesaria para obtener el pasaporte directamente a la CNMV e indicará el sitio en donde pueden obtenerse los documentos en formato electrónico. Además, proporcionará a los inversores radicados en España toda la información y documentación que, con arreglo a la legislación de su Estado Miembro de origen, deba proporcionar a los inversores radicados en dicho Estado.

La memoria de comercialización ya no ha de presentarse a la CNMV, sino que, de acuerdo con la Circular 2/2011<sup>6</sup>, ha de entregarse al inversor con carácter previo a la suscripción, según el modelo establecido en la web de la CNMV.

Por otra parte, la Ley 31/2011 incorpora en su disposición final segunda nuevas obligaciones fiscales para las IIC con pasaporte comunitario, por las que puede establecerse reglamentariamente la designación de una entidad encargada del registro centralizado de los inversores canalizados a través de los comercializadores en España. Dicha entidad estará obligada a practicar la retención o ingreso a cuenta e informar a la Administración Tributaria de acuerdo con la normativa fiscal.

Finalmente, para la comercialización en España de las IIC no autorizadas conforme a la Directiva UCITS IV se exigirá la presentación a la CNMV del documento con los datos fundamentales para los inversores y su entrega a estos.

---

6 Circular 2/2011, de 9 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre información de las instituciones de inversión colectiva extranjeras inscritas en los Registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

## 3 Actuación transfronteriza de las SGIIC

Una de las novedades más relevantes de la nueva ley, consecuencia de la trasposición de la Directiva UCITS IV, es el funcionamiento del llamado «pasaporte comunitario» de las SGIIC, que les permite gestionar y registrar IIC en otro Estado Miembro sin necesidad de acudir a la figura de la delegación, como ha venido ocurriendo hasta la entrada en vigor de la nueva regulación, tanto en régimen de sucursal como de libre prestación.

En este sentido, la Ley 31/2011 introduce cambios y mejoras que afectan a la notificación del pasaporte, al régimen de supervisión en la actuación transfronteriza, a la cooperación entre autoridades competentes y al intercambio de información entre ellas.

### 3.1 Notificación del pasaporte

En lo que se refiere a la notificación del pasaporte, las gestoras españolas que deseen desarrollar su actividad en otro Estado Miembro (artículo 54 de la LIIC, sobre actuación transfronteriza de las gestoras autorizadas en España) deberán remitir a la CNMV, para la remisión por parte de esta al Estado Miembro de acogida, una notificación acompañada de una descripción de los procedimientos de gestión de riesgos, los procedimientos y medidas adoptados para atender las quejas y reclamaciones en la lengua o en una de las lenguas oficiales del Estado Miembro de origen del fondo o sociedad, así como los procedimientos para informar a inversores y a la autoridad supervisora del Estado Miembro de origen de la IIC<sup>7</sup>. Además de la citada información, cuando la gestora vaya a desarrollar la gestión, administración y representación de IIC, la nueva ley exige que la CNMV envíe al supervisor del Estado de acogida un certificado acreditativo de que la gestora ha sido autorizada conforme a la Directiva UCITS IV, el alcance de la autorización y el tipo de instituciones de inversión colectiva que puede gestionar, así como cualquier restricción respecto a las mismas. Análogas exigencias se establecen para la actuación transfronteriza de gestoras comunitarias en nuestro país (artículo 55 de la LIIC, sobre las sociedades gestoras autorizadas en otro Estado Miembro de la Unión Europea).

### 3.2 Supervisión transfronteriza

La Ley 31/2011 refuerza las facultades de supervisión de las autoridades de los Estados Miembros al otorgarles competencias sobre las normas de constitución y funcionamiento de las IIC registradas en ellos (artículo 71 de la LIIC, sobre la supervisión de entidades de otros Estados Miembros). En concreto, los aspectos más significativos del nuevo régimen de supervisión son los siguientes:

- Las autoridades competentes de los Estados Miembros de acogida verificarán el cumplimiento de la normativa aplicable y podrán exigir información con

---

<sup>7</sup> Además, sigue siendo preceptiva la presentación de la documentación que ya exigía la anterior regulación: en caso de sucursal, programa de actividades y estructura de la organización y directivos.

fines estadísticos. En particular, cuando una gestora realice la actividad de gestión, administración y representación de IIC en otro Estado, será responsable de adoptar las disposiciones organizativas necesarias para garantizar el cumplimiento de las normas de aplicación por parte de la IIC y sus documentos constitutivos.

- Si la gestora incumple sus obligaciones y no adopta medidas, el Estado de acogida, tras informar a la autoridad del Estado de origen, puede adoptar medidas para evitar nuevas infracciones, incluido el ejercicio de la potestad sancionadora. Alternativamente, en caso de considerar que el Estado de origen no ha actuado correctamente, podrá informar a la ESMA para que actúe de conformidad con las facultades que le confiere el artículo 19 del Reglamento (UE) 1095/2010<sup>8</sup>, en virtud del cual podrá asistir a las autoridades para alcanzar un acuerdo.
- Con carácter excepcional, el Estado de acogida podrá adoptar medidas preventivas para proteger los intereses de los inversores y comunicarlas a la ESMA.

### 3.3 Cooperación transfronteriza entre Estados Miembros

Adicionalmente, la Ley 31/2011 regula la cooperación entre autoridades y el intercambio de información entre ellas y establece nuevos requisitos, al objeto de asegurar que las IIC y las gestoras se atienen a lo dispuesto en la Directiva UCITS IV (artículo 71 ter de la LIIC: Cooperación transfronteriza entre autoridades competentes) Por su parte, el Reglamento (UE) 584/2010<sup>9</sup>, de aplicación directa desde 1 de julio de 2011, establece el procedimiento para las verificaciones in situ e investigaciones y para el intercambio de información. A estos efectos, la Ley prevé los siguientes mecanismos de cooperación:

- Las autoridades de los Estados Miembros deben facilitar toda la información necesaria para las actuaciones de investigación y supervisión de los demás Estados y transmitir a la ESMA la información que precise para el cumplimiento de sus fines.
- Las autoridades de los Estados Miembros pueden solicitar la cooperación de otro Estado en actividades de supervisión para una verificación in situ o una investigación en el territorio de este último, para lo que deberán aceptar que el personal de este las acompañe en sus actuaciones.
- Si la solicitud de cooperación en una investigación o verificación in situ, de autorización para que su personal acompañe al de la autoridad del otro Estado

---

8 Reglamento (UE) nº 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados).

9 Reglamento (UE) nº 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.

Miembro en sus actuaciones o la dirigida a intercambiar información es rechazada o no se le ha dado curso en un plazo razonable, las autoridades de los Estados Miembros pueden solicitar a la ESMA su mediación para que actúe de conformidad con las facultades que le confiere el artículo 19 del Reglamento (UE) 1095/2010.

## 4 Documentos con los datos fundamentales para el inversor

En relación con el folleto informativo que deben elaborar las entidades para su difusión entre accionistas, partícipes y público en general, la novedad más importante que introduce la Ley 31/2011, mediante la modificación del artículo 17 de la LIIC, es la sustitución del actual «folleto simplificado» de las IIC por un nuevo documento con los «datos fundamentales para el inversor» (DFI). Asimismo, como consecuencia de la desaparición del folleto simplificado, el «folleto completo» pasa a denominarse simplemente «folleto».

La disposición adicional cuarta de la LIIC<sup>10</sup> establece que, para aquellas IIC que cumplan con la Directiva UCITS IV, la sustitución del folleto simplificado por el DFI se realizará antes del 1 de julio de 2012. Para aquellas IIC financieras (excepto IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre) que no cumplan con dicha directiva, el DFI será exigible para las IIC de nueva creación o para las ya existentes cuyo folleto se actualice a solicitud de la entidad.

La nueva redacción del artículo 17 de la LIIC incluye también una mención muy breve al contenido y características del DFI. En concreto, este deberá proporcionar información acerca de la identificación, objetivos y política de inversión de la IIC, sus rendimientos históricos (o escenarios de rentabilidad, en su caso) y costes y gastos asociados, así como un perfil de riesgo y remuneración de la inversión. Asimismo, se indica que el DFI será considerado como información precontractual, sus datos serán imparciales, claros y no engañosos y serán coherentes con lo especificado en el folleto.

El DFI se redactará de forma concisa, en lenguaje no técnico y se presentará en un formato común y que permita efectuar comparaciones, de forma que resulte fácilmente analizable y comprensible para el inversor medio. Se pretende con ello que el inversor esté en condiciones razonables de comprender las características esenciales, la naturaleza y los riesgos del producto de inversión que se le ofrece y de adoptar decisiones de inversión fundadas sin necesidad de recurrir a otros documentos.

En consonancia con lo anterior, el artículo 10 de la LIIC establece como requisito necesario para la autorización de las sociedades y fondos de inversión, entre otros, la presentación a la CNMV del DFI, en sustitución del folleto simplificado. Adicionalmente, el artículo 12 de la ley establece qué modificaciones del DFI de los fondos

---

10 Introdúcida por disposición final segunda de la Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas.

de inversión deben ser objeto de comunicación a los partícipes con carácter previo a su entrada en vigor, con el objeto de que puedan ejercer su derecho de separación.

En relación con la comercialización en España de IIC extranjeras (artículo 15) y de IIC españolas en el extranjero (artículo 16), también se hace mención al DFI entre la documentación que se proporcionará a los inversores radicados en España y a la documentación que se debe remitir a la CNMV en el supuesto de pretender comercializar sus acciones o participaciones en el ámbito de la Unión Europea.

Por último, en el artículo 18 de la LIIC, relativo a la información a partícipes y accionistas, al público en general y a la publicidad, se indica que el DFI, junto con el último informe semestral disponible, debe entregarse gratuitamente a los suscriptores con antelación suficiente a la suscripción de participaciones o acciones. El DFI podrá facilitarse en un soporte duradero o a través de la página web de la sociedad de inversión o de la sociedad de gestión.

## 5 Fusiones de IIC

La Ley 31/2011 ha introducido en el ámbito de las fusiones una serie de mejoras técnicas dirigidas a flexibilizar los trámites administrativos y a equiparar el procedimiento de fusión de las sociedades y de los fondos de inversión, posponiendo la trasposición de las Directivas 65/2009 y 44/2010 en lo relativo a fusiones transfronterizas a la modificación del reglamento que desarrolla la LIIC.

Las principales novedades de la Ley 31/2011, recogidas en el artículo 26 de la LIIC, se centran en los siguientes aspectos. En relación con el ámbito de las fusiones, se extiende el supuesto de fusión a través de la creación de una nueva institución a las fusiones entre IIC de distinta naturaleza jurídica. Por ello, tras esta modificación, pueden fusionarse fondos con sociedades de inversión mediante la creación de una nueva institución, ya tenga esta la forma de fondo o de sociedad de inversión. A continuación, se describen con un mayor grado de detalle estos aspectos novedosos.

### 5.1 Fusiones entre sociedades de inversión

Es en las fusiones entre sociedades de inversión donde se producen los cambios más significativos. Frente a la anterior redacción del artículo 26 de la LIIC, que simplemente se remitía de forma genérica al régimen de las fusiones de sociedades anónimas recogido en la Ley de Sociedades Anónimas, el nuevo artículo 26 adapta el procedimiento de fusión a las peculiaridades de las sociedades de inversión, primando su carácter especial de vehículo de inversión colectiva, frente a su condición genérica de sociedad anónima.

Así, la primera novedad consiste en remitir la solicitud de autorización de la fusión a la CNMV cuando los respectivos consejos de administración de las sociedades implicadas aprueben el proyecto común de fusión, con carácter previo a su depósito en el Registro Mercantil. Con ello, se agiliza notablemente el procedimiento de autorización, ya que anteriormente la solicitud de autorización a la CNMV se presentaba

una vez depositado el proyecto en el Registro Mercantil y aprobada la fusión por parte de las respectivas juntas generales de accionistas de las sociedades fusionadas.

Otra novedad es la obligación de comunicación individualizada a los accionistas de las sociedades, una vez autorizada la operación por parte de la CNMV. Dicha comunicación deberá recoger información adecuada y exacta sobre la fusión prevista, se deberá realizar una vez depositado el proyecto de fusión en el Registro Mercantil y se llevará a cabo mediante un procedimiento que asegure la recepción por parte de los accionistas en el domicilio que figure en la documentación de la sociedad.

Por último, cabe destacar que la nueva ley ha modificado el momento de fijación de la ecuación de canje definitiva, que pasa a determinarse sobre la base de los valores liquidativos y el número de acciones en circulación del día anterior al del otorgamiento de la escritura pública de fusión.

Este régimen es más coherente con la condición de las sociedades de inversión de instituciones de inversión colectiva que cumplen con la obligación de calcular su valor liquidativo con una periodicidad diaria. Conforme a lo anterior, en las respectivas juntas generales de accionistas ya no se aprobará la ecuación de canje definitiva, sino su forma de cálculo, con lo que se evita el riesgo de arbitraje sobre las acciones de las sociedades implicadas que podría producirse entre la fecha de fijación de la ecuación de canje y la fecha efectiva de ejecución de la fusión.

## 5.2 Fusiones entre fondos de inversión

En lo que respecta a las fusiones de fondos de inversión se incluyen las tres novedades siguientes.

En primer lugar, el procedimiento de fusión se iniciará mediante el acuerdo de la sociedad gestora, lo que elimina la obligación de que sea también el depositario el que lo acuerde, y no será necesario que se aporte a la CNMV como parte de la documentación para la autorización de la operación.

En segundo lugar, el régimen de publicidad de la autorización del proceso de fusión había sido recientemente modificado por la Ley 2/2011<sup>11</sup>, para incluir, como posibilidad alternativa a la publicación en dos periódicos de ámbito nacional, su difusión en la página web de sus respectivas gestoras. La Ley 31/2011 amplía la posibilidad de publicación en la web de entidades del grupo de la gestora. De esta forma se facilita esta fórmula de publicación a aquellas gestoras que no tienen página web propia y que utilizan la página web de su entidad matriz.

Por último, la nueva ley modifica el plazo mínimo para llevar a cabo la ejecución de la fusión, que pasa de un mes a cuarenta días, a contar desde la comunicación a los partícipes y de la realización de las correspondientes publicaciones. A la hora de contabilizar el plazo, los días se considerarán como días naturales, ya que se trata de un plazo civil y no administrativo.

---

11 Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible.

### 5.3 Fusiones mixtas

En lo que respecta a las fusiones mixtas entre fondos y sociedades de inversión, se eleva a rango de ley el contenido del primer párrafo del artículo 34.2 del Reglamento de IIC, que recoge que los fondos se acogerán a la LIIC y su normativa de desarrollo, y las sociedades a la Ley 3/2009<sup>12</sup>, pero añade como novedad que en la normativa de desarrollo puedan establecerse salvedades. Por ello, reglamentariamente cabría la posibilidad de excluirse del cumplimiento de algunos requisitos marcados por la Ley 3/2009 para las sociedades anónimas en su conjunto y que no sean de aplicación o tengan difícil encaje en una institución de inversión colectiva.

## 6 Otras modificaciones

Al margen de las modificaciones de la LIIC relativas a la trasposición de las directivas comunitarias, comentadas en los puntos anteriores, cabe destacar varias novedades introducidas por la Ley 31/2011 tendentes a la reducción de las cargas administrativas y a la flexibilización de procedimientos, que se analizan a continuación.

### 6.1 Autorización previa de la CNMV

La Ley 31/2011 reduce el plazo máximo para la notificación de la autorización de la CNMV a dos meses, excepto en el caso de las SICAV autogestionadas, para las que se mantiene el plazo de tres meses, tomándose como base de cómputo de ese plazo la fecha de recepción de la solicitud en la CNMV o el momento en que se complete la documentación exigible (artículo 10.3 de la LIIC).

Cuando la solicitud de autorización para la creación de una IIC haya sido presentada por una SGIIC autorizada en otro Estado Miembro de la UE en virtud de la Directiva UCITS IV, antes de rechazar la solicitud, la CNMV consultará con las autoridades competentes del Estado Miembro de origen de la SGIIC y, anualmente, informará a la Comisión Europea y a la ESMA del número y naturaleza de las denegaciones (artículo 10.4). En ningún caso, se supeditará la autorización de la IIC a que la SGIIC tenga su domicilio social en España o a que ejerza por sí o delegue el ejercicio de algunas actividades en España (artículo 11.4 de la LIIC).

### 6.2 Derecho de información o separación del partícipe

La Ley 31/2011 cambia el ámbito de las modificaciones del reglamento de gestión, folleto o DFI que suponen el devengo del derecho de información o separación del partícipe con carácter previo a su entrada en vigor (artículo 12.2 de la LIIC). De esa forma, se incorporan como causa de devengo de ese derecho las modificaciones en la periodicidad del cálculo del valor liquidativo, la transformación en una IIC por compartimentos o en compartimentos de otras IIC y el cambio de control del depositario.

---

12 Ley 3/2009, de 3 de abril, de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

Asimismo, con la finalidad de agilizar el cambio de depositario, se contempla la posibilidad de inscribir ese cambio en los registros de la CNMV previamente a su comunicación a los partícipes, cuando se produzca como consecuencia de operaciones societarias sobrevenidas o que estén sujetas a la verificación de otros organismos.

Por último, se especifica que, en el caso de los fondos de inversión cotizados, ese derecho se ejercerá en el mercado que se designe en el folleto informativo para la clase de partícipe, soportando este los gastos ordinarios derivados de la operativa bursátil correspondiente al ejercicio del derecho.

### **6.3 Creación de clases de participaciones**

La posibilidad de crear clases de participaciones y serie de acciones que permitan, entre otras ventajas, optimizar los gastos de las IIC o sus compartimentos ya se contemplaba en la LIIC (artículos 7.1 y 9.3). La Ley 31/2011 contempla ahora, como elemento diferenciador, no solo las comisiones que les resulten aplicables, sino también, entre otros aspectos, la divisa de denominación y la política de distribución de los resultados.

Por otro lado, se suprime el devengo del derecho de información o separación de los partícipes por la creación de nuevas clases de participaciones para las IIC inscritas con anterioridad a la entrada en vigor de la LIIC, con lo que se elimina el tratamiento discriminatorio que se recogía en la anterior disposición transitoria quinta de la LIIC.

### **6.4 Comunicación a partícipes**

La Ley 31/2011 contempla la posibilidad de efectuar las comunicaciones a partícipes o accionistas, exigidas por la LIIC y su normativa de desarrollo, por medios telemáticos, siempre que así lo exija expresamente el inversor (artículo 22.bis de la LIIC).

La difusión del folleto y del DFI entre los inversores sigue requiriendo el registro previo por parte de la CNMV, si bien se limita la previa verificación de esta de los folletos de los fondos de inversión (artículo 17.6 de la LIIC).

### **6.5 Transformación de IIC**

Con la finalidad de reducir los costes y procedimientos administrativos ligados a la transformación de IIC, la Ley 31/2011 elimina los requisitos de autorización previa de la CNMV en el caso de la transformación de SICAV en sociedades que no posean ese estatuto, y de presentación en la CNMV del informe de auditoría cuando la entidad que se transforme sea una IIC (artículo 25 de la LIIC).

Asimismo, cuando se trate de una SICAV, la obligación de publicar el acuerdo de transformación en el BORME pasa de la SGIIC al registrador mercantil, que lo remitirá de oficio, de forma telemática y sin coste adicional alguno. Además, ahora se ofrecen, como alternativas a la publicidad del acuerdo en dos diarios de gran circulación, su publicación en la web de la SICAV o de su SGIIC, o su comunicación por escrito a todos los socios, a través de un procedimiento que asegure su recepción.

## 6.6 Obligaciones del depositario

En la Ley 31/2011, al igual que en la Directiva UCITS IV, no se regula la emisión de un pasaporte comunitario para los depositarios y se sigue exigiendo que estos tengan su domicilio social o, en su caso, una sucursal en España (artículo 58.1 de la LIIC). No obstante, si el Estado Miembro de origen del depositario de una IIC es diferente del Estado Miembro de origen de su SGIIC, y esta ha sido autorizada conforme a dicha directiva, el depositario está obligado a firmar un acuerdo por escrito con la SGIIC que regule el flujo de información necesaria para que el primero desempeñe sus obligaciones y funciones previstas en la normativa (artículo 60.bis de la LIIC).

## 7 Conclusiones

Las modificaciones introducidas en la LIIC por la Ley 31/2011 suponen, por una parte, la trasposición de la Directiva 2009/65/CE y su normativa de desarrollo, relativas al régimen de comercialización intracomunitaria de las IIC y la actuación transfronteriza de las SGIIC. Destaca especialmente, dentro de este apartado, la introducción del DFI, un documento informativo para los inversores con los datos fundamentales sobre las IIC que se autoricen conforme a esa directiva. El DFI tiene un diseño homogéneo a escala europea.

Por otra parte, se han introducido otras modificaciones con el objeto de: (i) reforzar la competitividad de las IIC, contemplando la posibilidad de utilizar cuentas globales para su comercialización en España y de ceder en garantía parte de sus activos; (ii) proteger los derechos de los partícipes, incluyendo nuevas modificaciones que suponen el devengo de su derecho de información; (iii) reducir las cargas administrativas de las sociedades gestoras de las IIC, agilizando las comunicaciones a los partícipes y modificando parcialmente el régimen de transformación y fusión de IIC; (iv) flexibilizar los procedimientos administrativos, reduciendo los plazos máximos para la notificación de la autorización previa de la CNMV; y (v) optimizar la supervisión de las IIC, obligando al depositario a establecer un acuerdo con la SGIIC cuando no pertenezcan al mismo Estado Miembro.



## **IV Anexo legislativo**



Las novedades legislativas aprobadas desde la publicación del boletín de la CNMV del tercer trimestre de 2011 han sido, por orden cronológico, las siguientes:

- **Real Decreto 1307/2011, de 26 de septiembre**, por el que se modifica el Real Decreto 437/2010, de 9 de abril, por el que se desarrolla la regulación del proceso de titulización del déficit del sistema eléctrico.

Este real decreto modifica el Real Decreto 437/2010, de 9 de abril, para determinar el precio y las condiciones de cesión del desajuste temporal de liquidaciones del sistema eléctrico que se produzca en 2010.

Por otro lado, flexibiliza el procedimiento para llevar a cabo la emisión de instrumentos financieros de forma competitiva. En este sentido, se introduce la posibilidad de venta simple de valores, lo que permitirá que el Fondo de Titulización del Déficit del Sistema Eléctrico pueda aprovechar esta forma de financiación y facilitar la consecución del objetivo general de minimización del coste de financiación a lo largo de la vida del Fondo. Para garantizar el doble objetivo de minimización de precios y emisión competitiva, se establece que en las operaciones de venta simple se seleccionará una o varias entidades suscriptoras de forma individual mediante un procedimiento competitivo basado en criterios, tales como plazo, precio y volumen a suscribir.

Finalmente, se habilita a la Comisión Interministerial que tiene como finalidad velar por el correcto cumplimiento de las condiciones en que deben ejecutarse las tareas asignadas a la Sociedad Gestora del Fondo de Titulización para aprobar el precio de las operaciones de venta simple de instrumentos financieros y seleccionar a las entidades suscriptoras de dichas operaciones.

- **Ley 31/2011, de 4 de octubre**, por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

La ley tiene como objeto iniciar la transposición de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios, y por la que se simplifica el régimen de comercialización transfronteriza de las Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante IIC), y del artículo 11 de la Directiva 2010/78/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, que modifica parcialmente la Directiva 2009/65/CE. Esta transposición se completará con la normativa de desarrollo, y modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

Dentro de un primer conjunto de novedades, esta ley introduce en la Ley 35/2003 las disposiciones necesarias (régimen legal aplicable y potestades de supervisión) para el correcto funcionamiento del pasaporte de la sociedad gestora para la gestión de fondos. Las sociedades gestoras españolas podrán gestionar fondos domiciliados en otros Estados Miembros, y las sociedades gestoras de otros Estados Miembros podrán gestionar fondos españoles. Adicionalmente, se simplifica el régimen de comercialización transfronteriza, que pasará por la notificación entre autoridades competentes de la solicitud de la

sociedad gestora y de la comprobación exclusivamente por parte de la autoridad competente del Estado Miembro de origen del cumplimiento de los requisitos necesarios. Se agiliza por tanto el acceso a otros mercados.

Un segundo conjunto de modificaciones se dirigen al refuerzo de la protección del inversor. Para ello se fortalecen los mecanismos de cooperación, consulta e intercambio de información entre las autoridades supervisoras competentes. Además, la ley introduce un nuevo documento informativo: «el documento con los datos fundamentales para el inversor», que sustituye al anterior folleto simplificado y que presenta dos novedades. Por una parte, se armoniza completamente este documento con el objetivo de hacer perfectamente comparables los fondos y sociedades armonizados de cualquier Estado Miembro. Por otra parte, los datos se presentarán de forma abreviada y fácilmente comprensibles para el inversor, así en este instrumento solo han de contenerse los datos esenciales para la adopción de decisiones fundadas.

Un tercer bloque de materias incluido en la ley es el de aquellas reformas destinadas al aumento de la competitividad del sector en un contexto de mayor integración y competencia. Para ello se introduce la posibilidad de utilizar cuentas globales para la comercialización en España de fondos domiciliados en nuestro país, eliminando así la discriminación frente a las IIC extranjeras que vienen utilizando este mecanismo de comercialización. Con el mismo objeto, se modifica la Ley 35/2003 para otorgar la posibilidad de que las IIC puedan ceder en garantía parte de los activos incluidos en su patrimonio, mejorando así sus posibilidades de financiación.

Finalmente, la ley introduce mecanismos adicionales en orden a facilitar y reforzar la actividad supervisora de la CNMV, así como mejoras técnicas en aras a lograr una mayor seguridad jurídica.

- **Ley 32/2011, de 4 de octubre**, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(Véase el artículo específico en este número sobre la reforma del sistema español de compensación, liquidación y registro de valores).

- **Ley 38/2011, de 10 de octubre**, de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

La necesidad de esta reforma de la Ley Concursal se produce como consecuencia de que el deterioro de la situación económica actual ha acentuado determinados aspectos de la legislación hasta ahora vigente que resultaban disfuncionales, y ha puesto de manifiesto el incumplimiento de uno de los propósitos principales de la ley, como es la conservación de la actividad profesional o empresarial del concursado.

La presente reforma puede considerarse global debido a que introduce una serie de importantes modificaciones que pretenden corregir los errores de enfoque detectados en la práctica, así como cubrir determinadas carencias que

presentaba la regulación anterior. Entre estas modificaciones han de destacarse las siguientes:

- Se profundiza en las alternativas al concurso o los denominados institutos preconcursales, ofreciendo a las empresas una forma más ágil y económica de solucionar su crisis, a través de los acuerdos de refinanciación. En este sentido, la ley se ocupa de la comunicación formal al juzgado competente de que se están iniciando negociaciones con los acreedores, regula detalladamente los deberes de las partes negociadoras del acuerdo y, principalmente, establece la homologación judicial de tal acuerdo, de tal modo que, siempre y cuando reúnan determinados requisitos, los acuerdos de refinanciación pasan a formar parte de los actos que no podrán ser objeto de rescisión. Se aclara en este sentido que la administración concursal es la única legitimada no solo para el ejercicio de la acción rescisoria concursal, sino también de las demás acciones de impugnación. No será de aplicación la legitimación subsidiaria de los acreedores para el ejercicio de ninguna de ellas.

Asimismo, se incorpora a nuestro ordenamiento el «privilegio del dinero fresco», recogido en el artículo 84, con el objetivo de dotar de liquidez a la sociedad que ha refinanciado su deuda, favoreciendo la concesión de crédito a empresas en fase de convenio. Así, se configura como crédito contra la masa «el cincuenta por ciento de los créditos que supongan nuevos ingresos de tesorería y hayan sido concedidos en el marco de un acuerdo de refinanciación», de modo que se establece un mecanismo de protección para ese «dinero nuevo».

- Con el objetivo de favorecer la solución conservativa del concurso, se establece también la posibilidad de realizar modificaciones estructurales durante el concurso de acreedores y se permite la adquisición de créditos concursales, que llevarán aparejado el derecho de voto en las juntas de acreedores cuando el adquirente sea una entidad sometida a supervisión financiera.
- Para que la solución de la insolvencia no se retrase en el tiempo, se simplifica y agiliza el procedimiento concursal, favoreciendo la anticipación de la liquidación, impulsando un verdadero concurso abreviado, ofreciendo soluciones específicas en la fase común y en el convenio y mejorando el régimen de la publicidad registral del concurso.
- Se trata de dar una mayor profesionalización a los administradores concursales. Para ello, se realzan las funciones de la administración concursal y se refuerzan los requisitos para ser nombrado administrador concursal.

En esta línea, se extienden los supuestos en que la administración concursal está integrada por un único miembro, no limitándolo únicamente a los concursos abreviados. Esto repercute favorablemente en el funcionamiento de la administración concursal, al mismo tiempo que produce una reducción de los costes derivados del concurso.

Igualmente, se reconoce la posibilidad de que una persona jurídica sea nombrada administrador concursal (p. ej., una sociedad profesional), de manera que esta función sea desempeñada por una pluralidad de profesionales con la necesaria formación y experiencia.

- Finalmente, la ley pretende precisar el régimen jurídico de algunos aspectos concretos del concurso. Así, se resuelven determinadas dudas jurídicas planteadas en torno a la calificación como créditos contra la masa de los créditos salariales e indemnizaciones en caso de despido o extinción de la relación laboral; se fija un orden de pago de los créditos contra la masa en caso de que resulte insuficiente la masa activa; se modifica la regulación de los concursos conexos, etc.
- **Real Decreto-Ley 16/2011, de 14 de octubre**, por el que se crea el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito.

Los dos objetivos principales de este real decreto-ley son:

- La unificación de los tres fondos de garantía de depósitos existentes hasta ahora (de los establecimientos bancarios, de las cajas de ahorros y de las cooperativas de crédito) en un único Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito. Este nuevo Fondo de Garantía se subroga en la posición jurídica de los tres fondos disueltos, por lo que mantiene las funciones y rasgos característicos de los tres fondos a los que sustituye.
- El aumento de las aportaciones de las entidades de crédito hasta el dos por mil de sus depósitos garantizados (aunque puede elevarse hasta el tres por mil), con objeto de que el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito contribuya más al proceso de reestructuración de las entidades financieras.
- **Reglamento (UE) n.º 1227/2011, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de octubre de 2011**, sobre la integridad y la transparencia del mercado mayorista de la energía.

Este Reglamento pretende garantizar una mayor integridad y transparencia de los mercados mayoristas de la energía, estableciendo un marco legislativo adecuado que, teniendo en cuenta las condiciones específicas del sector no cubiertas por otras directivas y reglamentos, impida el abuso y la manipulación de mercado.

Las prácticas abusivas en este mercado energético tienen una gran repercusión, ya que estos mercados mayoristas de la energía abarcan tanto los mercados de productos básicos como los de productos derivados. Asimismo, ha de tenerse en cuenta que afectan de manera transfronteriza a los precios al por mayor de la electricidad y el gas natural, al igual que afectan a los precios al por menor que han de soportar los consumidores y las microempresas. Sin embargo, hasta este momento, las prácticas de control del mercado de la energía han sido específicas de cada Estado Miembro y cada sector, lo que, debido a las múltiples jurisdicciones a que pueden quedar sujetas estas actividades comerciales, ha generado una

falta de claridad e incluso cierto descontrol. Por ello, este Reglamento nº 1227/2011 trata de establecer un marco regulatorio armonizado para garantizar la transparencia y la integridad de los mercados mayoristas de la energía.

Así, para asegurar esta integridad y transparencia, se establecen las definiciones de operaciones con información privilegiada y manipulación de mercado, constitutivas de abuso de mercado, de manera que sean compatibles entre los mercados de productos derivados y los de productos básicos. Igualmente, se prohíbe expresamente la realización de operaciones con información privilegiada, así como la manipulación o tentativa de manipulación de los mercados mayoristas de la energía.

En la misma línea, en virtud de este reglamento, se establece la obligación para los participantes en el mercado de difundir, de manera efectiva y oportuna, la información privilegiada en su poder.

Para detectar y prevenir el abuso de mercado en los mercados mayoristas de la energía, se atribuye a la Agencia de Cooperación de los Reguladores de la Energía el control de los mismos, ya que dispone de los conocimientos necesarios sobre el funcionamiento en la Unión de dichos mercado y redes. Sin embargo, se requiere una cooperación y coordinación estrechas entre la Agencia y las autoridades nacionales para garantizar un control adecuado. También se produce una cierta armonización del sistema de sanciones.

- **Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre**, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios.

La norma tiene por objeto garantizar el adecuado nivel de protección de los clientes de entidades de crédito (personas físicas), mediante la implantación de medidas de transparencia en la prestación de servicios financieros bancarios. Las comisiones y tipos de interés aplicables a los servicios bancarios serán los que fijen libremente las partes, mientras que la orden regulará aquellos aspectos relativos a su publicidad e información precontractual y contractual, recogiendo asimismo en sus anexos modelos de Ficha de Información Precontractual (FIPRE), Ficha de Información Personalizada (FIPER) y fichas específicas para el caso de hipotecas inversas. La información sobre cláusulas suelo y techo se recogerá en un anexo a la FIPER.

Asimismo, el Banco de España establecerá un documento unificado para que las entidades de crédito realicen comunicaciones anuales sobre comisiones y gastos devengados y tipos de interés efectivamente aplicados a cada servicio bancario prestado al cliente durante el año anterior. Con respecto a los servicios bancarios vinculados, las entidades de crédito deberán informar al cliente, de manera expresa y comprensible, sobre la posibilidad o no de contratar cada servicio de manera independiente y en qué condiciones.

- **Real Decreto 1517/2011, de 31 de octubre**, por el que se modifica el Real Decreto 1517/2011, de 31 de octubre, por el que se aprueba el Reglamento que desarrolla el texto refundido de la Ley de Auditoría de Cuentas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2011, de 1 de julio.

Este reglamento desarrolla aquellos aspectos definidores de la actividad de auditoría de cuentas, que conforman un corpus de regulación moderno, en el que se perfila y concreta el sistema de supervisión pública atribuido al Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC), insertado plenamente en el contexto internacional, y su implantación efectiva.

Se da cumplimiento al mandato legal de definir entidades de interés público por razón de su especial actividad o tamaño. Se incorporan así entidades que están bajo la supervisión del Banco de España, de la CNMV y de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, por estar autorizadas para captar fondos del público o para realizar determinadas actividades de comercialización e inversión. Se incluyen igualmente instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones a partir de un determinado número de partícipes. Junto a estas se incluyen aquellas entidades que superen los 200 millones de euros de activos o los 1.000 empleados. La Ley de Auditoría de Cuentas impone un conjunto de obligaciones o controles más estrictos a los auditores de estas entidades, mientras que el reglamento concreta el contenido del informe anual de transparencia que deben emitir.

El reglamento precisa el régimen de acceso o de habilitación legal para ejercer la actividad de auditoría. Junto al régimen de acceso ordinario, se desarrolla el régimen de acceso por otras vías, como la aplicable a determinado personal al servicio de la Administraciones Públicas que desempeña funciones públicas mediante la realización de trabajos de auditoría o de revisión o control de estos. Además, también regula otros aspectos como la obligación de formación continuada y el régimen legal de independencia del auditor.

Destaca además la incorporación de la prohibición expresa de limitar la distribución o uso del informe de auditoría de cuentas, así como el desarrollo de la facultad legalmente establecida de no emitir el informe de auditoría o de renunciar al contrato de auditoría, fijándose los criterios que han de seguirse, así como la línea que separa dicha facultad con la obligación de emitir un informe con opinión denegada.

- **Real Decreto Legislativo 3/2011, de 14 de noviembre**, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Contratos del Sector Público.

Con la elaboración de este texto refundido se da cumplimiento a la autorización contenida en la disposición final trigésima segunda de la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible para la elaboración de un texto refundido en materia de contratación pública.

Se ha procedido a integrar en un texto único, debidamente regularizadas, aclaradas y armonizadas, todas las modificaciones introducidas a la Ley 30/2007, de 30 de octubre. Asimismo, se ha procedido a integrar en el texto las disposiciones vigentes relativas a la captación de financiación privada para la ejecución de contratos públicos.

- **Resolución de 16 de noviembre de 2011**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se crea y regula el Registro Electrónico de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Esta Resolución crea el Registro Electrónico de la CNMV y con su implantación se pretende determinar los procedimientos de su competencia, en los que se dispone del servicio del registro electrónico para la recepción y remisión de los correspondientes documentos, así como las condiciones generales para la presentación de documentos normalizados.

Dentro de su ámbito de aplicación, la utilización del Registro Electrónico será obligatoria en las solicitudes, escritos y comunicaciones con los ciudadanos en las que, conforme a las reglas generales, deba llevarse a cabo su anotación registral, de acuerdo con lo establecido en el artículo 38 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común y disposiciones de desarrollo, no pudiendo ser sustituida esta anotación por otras en registros no electrónicos o en los registros de las aplicaciones informáticas gestoras de los servicios, procedimientos y trámites.

- **Acuerdo de 16 de noviembre de 2011**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en relación a la adaptación del Sistema CIFRADO/CNMV a los servicios de certificación y firma electrónica reconocida y se crea el Registro Telemático de la CNMV.

Deroga el Acuerdo de 15 de septiembre de 2006, del Consejo de la CNMV, en relación con la adaptación del Sistema CIFRADO/CNMV a los servicios de certificación y firma electrónica reconocida y se crea el Registro Telemático de la CNMV.

- **Circular 4/2011, de 16 de noviembre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica parcialmente la Circular 4/2008, de 11 de septiembre, sobre el contenido de los informes trimestrales, semestral y anual de instituciones de inversión colectiva y del estado de posición.

Esta Circular 4/2011, de 16 de noviembre, de la CNMV modifica parcialmente la Circular 4/2008, de 11 de septiembre. Esta modificación deviene necesaria debido a que, con motivo de la sustitución del folleto simplificado por los Datos Fundamentales para el Inversor (en adelante DFI) producida como consecuencia de la Directiva Europea 2009/65/EC (directiva UCITS IV) y su normativa de desarrollo, se hace necesario adaptar el contenido de la información pública periódica para que se corresponda con lo previsto en el DFI.

En concreto, se da una nueva definición al ratio de gastos y se establece que la comisión de gestión sobre resultados deberá ser informada de manera independiente. Adicionalmente, el DFI exige que se publique un gráfico con la rentabilidad histórica de la IIC, el cual, aunque no forme parte de la información pública periódica, será remitido de manera conjunta con esta. De esta manera, el ratio de gastos y la comisión de gestión sobre resultado del ejercicio precedente, así como el gráfico de la rentabilidad histórica que se remitan en la información pública periódica del segundo semestre, serán incorporados al DFI con carácter anual al objeto de actualizar la información que este contiene.

Con el objetivo de adaptar la Circular 4/2008 al Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva, se incluye la obligación de que las gestoras informen de la existencia de costes derivados del servicio de análisis, de las circunstancias y de otra información relevante que hayan motivado, en su caso, la creación de una IIC o compartimento de propósito especial, así como, en el caso de disolución y liquidación de los Fondos de Inversión Inmobiliaria, de los aspectos más relevantes de este proceso.

Para adaptarse a la Circular 6/2010 de la CNMV, sobre instrumentos derivados, se modifican los formatos de la información periódica de las IIC a fin de que esta incluya las obligaciones de información para las IIC recogidas en la circular referida. De esta manera, deberá indicarse el método elegido para la medición de la exposición total al riesgo de mercado, los niveles de VaR máximo, mínimo y medio, así como de apalancamiento, existentes al final del periodo de referencia.

- **Directiva 2011/89/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de noviembre de 2011**, por la que se modifican las Directivas 98/78/CE, 2002/87/CE, 2006/48/CE y 2009/138/CE en lo relativo a la supervisión adicional de las entidades financieras que formen parte de un conglomerado financiero.

La Directiva 2002/87/CE otorga a las autoridades competentes del sector financiero competencias para una supervisión adicional de grupos compuestos por varias entidades reguladas que operen en diferentes sectores de los mercados financieros (conglomerados financieros). Se concentra especialmente en el riesgo potencial del doble cómputo (uso múltiple de capital) y en los riesgos de grupo (riesgos de contagio, de complejidad de gestión, de concentración y de conflicto de intereses).

La Directiva 2011/89/UE considera necesario que los conglomerados financieros se identifiquen en toda la Unión en función de su grado de exposición a los riesgos, basándose en directrices comunes. Por lo tanto, las autoridades competentes deberán coordinar la supervisión adicional de los conglomerados financieros que operan a escala internacional, elaborando directrices destinadas a la convergencia de las prácticas de supervisión y proyectos de normas técnicas de reglamentación. En este sentido, a efectos de las pruebas de resistencia podrán desarrollar parámetros adicionales que contemplen los riesgos específicos asociados a los conglomerados financieros.

Las actividades de un grupo se desarrollan principalmente en el sector financiero cuando el balance total de las entidades del sector financiero, reguladas o no, del grupo y el balance total del grupo en su conjunto son superiores al 40%. Esta directiva determina que las sociedades de gestión de activos y los gestores de fondos de inversión alternativos se añadirán al sector al que pertenezcan dentro del grupo y, si no pertenecen exclusivamente a un sector dentro del grupo, se añadirán al sector financiero de menor tamaño.

Para calcular los requisitos de adecuación de capital se incluyen en el ámbito de la supervisión adicional (a) las entidades de crédito, las entidades financieras y las empresas de servicios auxiliares; (b) las empresas de seguros, las

empresas de reaseguros y las sociedades de carteras de seguros; (c) las empresas de inversión, y; (d) las sociedades financieras mixtas de cartera. Se define a las «sociedades financieras mixtas de cartera» como una empresa matriz que no sea una entidad regulada y que, junto con sus filiales, constituya un conglomerado financiero.

Se incluirán los gestores de fondos de inversión alternativos en la supervisión adicional, correspondiendo a los Estados Miembros determinar o facultar a sus autoridades competentes para decidir con arreglo a qué normas sectoriales (sector bancario, sector de seguros o sector de los servicios de inversión) se incluyen.

En el caso de empresas que se dediquen a actividades bancarias o aseguradoras, los reguladores podrán aplicar a la empresa matriz la normativa específica de estos dos sectores o, incluso, supervisión adicional. Actualmente los supervisores debían elegir un solo tipo de normas a aplicar cuando un conglomerado entraba en un nuevo sector. No obstante, la legislación permitirá que los Estados apliquen excepciones a aquellas empresas demasiado pequeñas como para afectar al mercado.

- **Circular 5/2011, de 12 de diciembre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 12/2008, de 30 de diciembre, sobre solvencia de las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables, y la Circular 7/2008, de 26 de noviembre, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las empresas de servicios de inversión, sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo.

La presente circular tiene como objeto modificar la Circular 12/2008, sobre normas relativas a la solvencia, y la Circular 7/2008, sobre normas referentes a la contabilidad, ambas aplicables a las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables. En lo que respecta a la solvencia, se modifican los conceptos relacionados con elementos que componen los fondos propios (acciones y participaciones preferentes, híbridos...), grandes riesgos, cartera de negociación y modelos internos a estos efectos y, por último, las políticas de remuneración. Respecto a la contabilidad, se incorporan entre sus normas los preceptos relativos a las combinaciones de negocios y la consolidación contable.

Se incorporan parcialmente al derecho español la Directiva 2009/111/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, por la que se modifican las Directivas 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2007/64/CE en lo que respecta a los bancos afiliados a un organismo central, a determinados elementos de los fondos propios, a los grandes riesgos, al régimen de supervisión y a la gestión de crisis y la Directiva 2010/76/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por la que se modifican las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE en lo que respecta a los requisitos de capital para la cartera de negociación y las retitulizaciones y a la supervisión de las políticas de remuneración. Esta circular entrará en vigor el 1 de enero de 2012.



## V Anexo estadístico



# 1 Mercados

## 1.1 Renta variable

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

CUADRO 1.1

	2008	2009	2010	2010	2011	II	III	IV <sup>2</sup>
				IV	I			
<b>IMPORTES EFECTIVOS<sup>3</sup> (millones de euros)</b>								
Total	16.349,3	11.390,7	16.012,7	8.333,3	3.237,0	4.797,6	6.336,5	55,8
Ampliaciones de capital	16.339,7	11.388,7	15.407,0	8.262,0	3.237,0	4.797,6	6.336,5	55,8
De ellas, mediante OPS	292,0	17,3	958,7	14,2	0,0	3.696,4	8,4	0,0
Tramo nacional	292,0	14,9	61,6	13,9	0,0	3.696,4	8,4	0,0
Tramo internacional	0,0	2,5	897,2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	9,5	1,9	605,7	71,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	9,5	1,9	79,1	71,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo internacional	0,0	0,0	526,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>IMPORTES NOMINALES<sup>3</sup> (millones de euros)</b>								
Total	1.835,8	1.892,1	6.313,4	1.083,2	547,7	1.975,9	2.749,5	184,1
Ampliaciones de capital	1.835,7	1.892,0	6.304,4	1.074,3	547,7	1.975,9	2.749,5	184,1
De ellas, mediante OPS	100,0	0,1	1,9	1,0	0,0	1.871,3	0,5	0,0
Tramo nacional	100,0	0,1	1,8	0,9	0,0	1.871,3	0,5	0,0
Tramo internacional	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,1	0,0	9,0	8,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	0,1	0,0	8,9	8,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo internacional	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>NÚMERO DE EXPEDIENTES<sup>4</sup></b>								
Total	54	53	69	29	17	23	26	15
Ampliaciones de capital	53	53	67	28	17	22	26	15
De ellas, mediante OPS	2	2	12	4	0	3	3	0
De ellas, liberadas	18	11	15	7	2	5	8	5
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	1	3	1	0	1	0	0
<b>NÚMERO DE EMISORES<sup>4</sup></b>								
Total	39	34	46	23	13	16	22	10
Ampliaciones de capital	38	34	45	22	13	15	22	10
De ellas, mediante OPS	2	2	12	4	0	3	3	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	1	2	1	0	1	0	0

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

2 Datos disponibles: noviembre de 2011.

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

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

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

CUADRO 1.2

Millones de euros	2008	2009	2010	2010	2011	II	III	IV <sup>1</sup>
				IV	I			
<b>OFERTAS PÚBLICAS DE SUSCRIPCIÓN</b>								
Total	292,0	17,3	958,7	14,2	0,0	3.696,4	8,4	0,0
Mercado nacional	282,0	14,9	61,6	13,9	0,0	3.684,9	8,4	0,0
Suscriptores minoristas	191,5	0,0	2,5	0,0	0,0	2.203,9	2,3	0,0
Suscriptores institucionales	90,5	14,9	59,0	13,9	0,0	1.481,0	6,0	0,0
Mercado internacional	0,0	2,5	897,2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0
Empleados	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	11,4	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA</b>								
Total	9,5	1,9	605,7	71,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Mercado nacional	9,5	1,5	79,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores minoristas	0,0	0,0	0,0	71,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	9,5	1,5	79,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mercado internacional	0,0	0,0	526,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empleados	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	71,4	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: noviembre de 2011.

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

CUADRO 1.3

	2008	2009	2010	2010		2011		
				IV	I	II	III	IV <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	136	133	129	129	130	130	130	130
Sin Nuevo mercado	136	133	129	129	130	130	130	130
Nuevo mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	5	5	6	6	7	7	7	7
Segundo mercado	8	7	6	6	6	6	6	6
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	6	5	4	4	4	4	4	4
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros ex SICAV	29	29	28	28	28	28	27	27
Madrid	13	13	13	13	13	13	13	13
Barcelona	19	19	18	18	18	18	17	17
Bilbao	8	8	8	8	8	8	8	8
Valencia	7	6	6	6	6	6	6	6
Corros SICAV	3	1	1	1	1	1	0	0
MAB	3.347	3.251	3.144	3.144	3.121	3.091	3.088	3.080
Latibex	35	32	29	29	29	29	29	29

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: noviembre de 2011.

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

## Capitalización<sup>1</sup>

CUADRO 1.4

Millones de euros	2008	2009	2010	2010		2011		
				IV	I	II	III	IV <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	531.194,2	634.762,8	590.182,8	565.585,2	619.538,0	609.135,8	568.142,8	492.328,4
Sin Nuevo mercado	531.194,2	634.762,8	590.182,8	565.585,2	619.538,0	609.135,8	568.142,8	492.328,4
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras <sup>4</sup>	61.317,5	94.954,0	92.275,8	100.249,8	104.571,0	103.403,8	1.357,3	80.843,0
Ibex 35	322.806,6	404.997,3	376.747,6	348.998,9	385.136,5	382.731,8	364.914,0	316.486,67
Segundo mercado	109,9	80,9	69,1	74,6	59,4	57,5	74,9	60,0
Madrid	22,8	24,9	23,4	24,7	25,5	23,6	26,4	26,0
Barcelona	87,1	56,0	45,7	49,9	33,9	33,9	48,5	33,9
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	5.340,7	4.226,5	4.159,1	4.128,2	3.980,3	3.835,4	3.859,2	3.729,0
Madrid	1.454,7	997,3	958,0	878,8	873,3	841,7	924,0	794,1
Barcelona	3.580,2	3.400,6	3.336,4	3.432,2	3.325,1	3.187,2	3.139,2	3.235,2
Bilbao	45,9	435,4	433,4	362,1	322,4	321,2	386,9	324,7
Valencia	760,4	559,2	554,8	458,7	426,4	423,6	475,2	274,8
Corros SICAV <sup>5</sup>	126,8	28,5	28,1	32,6	33,0	36,1	30,9	0,0
MAB5	24.718,6	26.282,9	26.502,4	26.340,8	26.581,5	26.043,0	23.271,1	23.484,3
Latibex	210.773,5	412.628,9	437.016,7	435.337,8	425.895,7	452.926,3	408.834,8	399.335,2

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: noviembre de 2011.

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

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

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

## Contratación efectiva

CUADRO 1.5

Millones de euros	2008	2009	2010	2010	2011	II	III	IV <sup>1</sup>
				IV	I			
Mercado continuo (MC). Total <sup>2</sup>	1.228.392,4	877.073,5	1.026.478,5	291.987,6	244.908,3	236.325,4	232.254,4	145.451,4
Sin Nuevo mercado	1.228.380,9	877.073,5	1.026.478,5	291.987,6	244.908,3	236.325,4	232.254,4	145.451,4
Nuevo mercado	11,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras	1.407,1	4.750,4	6.415,3	1.258,6	1.379,9	1.056,0	1.255,1	1.089,7
Segundo mercado	31,7	3,2	3,0	1,4	0,8	0,3	0,3	0,0
Madrid	3,4	2,0	2,8	1,3	0,5	0,1	0,3	0,0
Barcelona	28,3	1,2	0,3	0,0	0,3	0,2	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	182,1	52,8	157,2	81,2	18,1	7,5	9,9	4,4
Madrid	73,9	16,5	15,7	1,5	4,5	1,8	7,7	0,9
Barcelona	103,6	29,4	135,7	78,0	13,5	5,6	2,1	3,3
Bilbao	0,1	1,1	3,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	4,5	5,9	1,9	1,7	0,1	0,1	0,0	0,1
Corros SICAV	25,3	19,7	8,1	0,5	1,7	3,0	0,8	0,0
MAB	7.060,3	5.080,1	4.147,9	1.146,9	879,6	1.134,0	1.088,2	682,3
Latibex	757,7	434,7	521,2	119,2	102,3	89,4	93,1	53,3

1 Datos disponibles: noviembre de 2011.

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

## Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación<sup>1</sup>

CUADRO 1.6

Millones de euros	2008	2009	2010	2010	2011	II	III	IV <sup>2</sup>
				IV	I			
En sesión	1.180.835,9	833.854,9	983.584,5	280.656,0	235.958,6	225.422,9	216.374,5	141.915,2
Órdenes	774.718,1	499.182,8	541.879,8	131.954,9	153.546,1	119.669,8	134.441,1	70.945,5
Aplicaciones	105.673,9	51.335,8	58.678,1	15.505,2	22.522,2	13.555,7	17.797,8	10.526,4
Bloques	300.443,9	283.336,3	383.026,6	133.196,0	59.890,3	92.197,4	64.135,6	60.443,2
Fuera de hora	10.175,2	5.996,6	17.209,5	3.064,3	2.096,0	2.645,6	3.308,7	1.183,1
Autorizadas	3.183,2	4.695,6	2.660,5	1.025,8	843,3	676,6	1.212,2	636,3
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	17.461,2	7.188,9	312,0	0,0	0,0	233,8	3.983,1	0,0
OPV	292,0	1.325,0	1.448,2	0,0	0,0	0,0	3.922,1	0,0
Toma de razón	1.066,8	5.202,6	2.273,4	0,0	0,0	2.171,6	30,4	10,7
Ejercicio de opciones	9.661,9	11.443,2	11.474,7	5.235,2	3.501,6	2.717,4	1.545,9	738,2
Operaciones de cobertura	5.716,3	7.366,7	7.515,8	2.006,3	2.508,7	2.457,5	1.877,5	968,0

1 No incluye ETF (Exchange Traded Funds).

2 Datos disponibles: noviembre de 2011.

## Operaciones de crédito

CUADRO 1.7

Millones de euros	2008	2009	2010	2010	2011	II	III	IV <sup>1</sup>
				IV	I			
<b>CONTRATACIÓN</b>								
Préstamo de valores <sup>2</sup>	583.950,8	471.007,1	556.246,7	154.640,3	108.561,1	142.262,8	122.207,6	92.291,0
Crédito de valores para su venta <sup>3</sup>	624,9	704,3	598,0	130,1	212,3	112,9	110,0	63,3
Crédito para compra de valores <sup>3</sup>	154,7	106,4	65,9	16,9	19,8	11,4	17,2	20,4
<b>SALDO VIVO</b>								
Préstamo de valores <sup>2</sup>	43.647,8	47.322,2	36.195,9	36.195,9	39.779,8	39.553,6	33.213,4	33.464,0
Crédito de valores para su venta <sup>3</sup>	20,7	21,1	9,9	9,9	17,6	12,7	10,8	6,0
Crédito para compra de valores <sup>3</sup>	7,0	5,6	5,0	5,0	4,5	5,2	3,2	5,9

1 Datos disponibles: noviembre de 2011.

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

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

## 1.2 Renta fija

### Emisiones brutas registradas<sup>1</sup> en la CNMV

CUADRO 1.8

	2008	2009	2010	2010		2011		
				IV	I	II	III	IV <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	179	168	115	47	43	42	28	31
Cédulas hipotecarias	19	27	25	13	14	15	9	13
Cédulas territoriales	7	1	6	1	2	4	2	5
Bonos y obligaciones no convertibles	30	50	39	11	10	12	6	6
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	3	2	2	3	1	0	1
Bonos de titulación	88	68	36	15	8	9	9	7
Programas de pagarés	77	69	58	19	15	12	7	11
De titulación	2	2	2	1	0	1	0	0
Resto de pagarés	75	67	56	18	15	11	7	11
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	8	23	0	0	1	0	0	0
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	337	512	349	98	89	82	58	90
Cédulas hipotecarias	47	75	88	21	32	29	10	34
Cédulas territoriales	8	1	9	2	4	4	18	15
Bonos y obligaciones no convertibles	76	244	154	38	19	27	14	17
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	6	3	3	6	1	0	1
Bonos de titulación	108	76	36	15	10	9	9	10
Programas de pagarés	88	73	59	19	16	12	7	13
De titulación	2	2	2	1	0	1	0	0
Resto de pagarés	86	71	57	18	16	11	7	13
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	9	37	0	0	2	0	0	0
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>								
Total	476.275,7	387.475,8	226.448,9	55.736,9	77.161,3	59.900,0	38.693,6	95.875,0
Cédulas hipotecarias	14.300,0	35.573,9	34.378,5	8.519,1	19.254,0	18.980,0	5.250,0	15.592,5
Cédulas territoriales	1.820,0	500,0	5.900,0	500,0	2.935,0	1.800,0	7.437,2	8.162,0
Bonos y obligaciones no convertibles	10.489,6	62.249,0	24.356,0	7.524,7	2.578,1	3.320,2	981,0	6.816,9
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1.429,1	3.200,0	968,0	968,0	681,6	1.500,0	0,0	3.475,0
Bonos de titulación	135.252,5	81.651,2	63.260,5	16.497,3	26.585,0	11.168,4	10.449,3	35.944,0
Tramo nacional	132.730,1	77.289,4	62.743,0	16.473,3	23.706,2	10.130,0	10.115,6	35.944,0
Tramo internacional	2.522,4	4.361,9	517,5	24,0	2.878,8	1.038,4	333,7	0,0
Pagarés de empresa <sup>3</sup>	311.738,5	191.341,7	97.586,0	21.727,9	24.927,6	23.131,3	14.576,1	25.884,6
De titulación	2.843,1	4.758,4	5.057,0	1.409,0	546,0	913,0	259,0	586,0
Resto de pagarés	308.895,4	186.583,3	92.529,0	20.318,9	24.381,6	22.218,3	14.317,1	25.298,6
Otras emisiones de renta fija	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	1.246,0	12.960,0	0,0	0,0	200,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pro memoria:</b>								
Emisiones subordinadas	12.949,5	20.988,5	9.154,2	2.048,2	5.407,9	2.997,5	4.664,3	9.524,0
Emisiones aseguradas	9.169,5	4.793,8	299,0	0,0	10,0	0,0	0,0	0,0

1 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

2 Datos disponibles: noviembre de 2011.

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

### Admisión al mercado AIAF

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros	2008	2009	2010	2010		2011		
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
Total	476.710,4	388.455,0	223.404,5	48.230,5	70.790,8	68.289,8	36.499,9	59.257,7
Pagarés	314.417,4	191.427,7	99.784,4	21.521,8	25.096,2	23.094,5	13.827,9	25.803,6
Bonos y obligaciones	10.040,3	61.862,5	24.728,6	7.512,4	2.080,6	3.616,9	682,0	1.361,7
Cédulas hipotecarias	14.150,0	35.568,9	32.861,0	8.499,1	17.244,0	21.435,0	6.425,0	12.437,5
Cédulas territoriales	1.930,0	500,0	5.900,0	500,0	2.935,0	300,0	5.543,2	11.556,0
Bonos de titulación	135.926,6	85.542,9	60.030,5	10.197,3	23.235,0	19.843,4	10.021,9	8.099,0
Participaciones preferentes	246,0	13.552,9	100,0	0,0	200,0	0,0	0,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: noviembre de 2011.

**AIAF. Emisores, emisiones y saldo vivo**

CUADRO 1.10

	2008	2009	2010	2010	2011			
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	556	614	634	634	631	613	608	608
Pagarés	72	67	60	60	56	46	50	47
Bonos y obligaciones	93	91	93	93	91	93	93	91
Cédulas hipotecarias	22	29	33	33	35	36	39	41
Cédulas territoriales	11	11	12	12	12	12	12	13
Bonos de titulación	383	442	459	459	458	441	433	433
Participaciones preferentes	52	60	59	59	60	60	60	60
Bonos matador	12	12	12	12	12	12	12	12
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	4.639	4.084	3.630	3.630	3.570	3.454	3.536	4.229
Pagarés	2.489	1.507	958	958	911	851	944	1.623
Bonos y obligaciones	450	611	645	645	631	627	630	626
Cédulas hipotecarias	146	202	253	253	267	277	283	302
Cédulas territoriales	26	25	26	26	28	29	40	49
Bonos de titulación	1.436	1.629	1.641	1.641	1.625	1.562	1.531	1.521
Participaciones preferentes	78	96	93	93	94	94	94	94
Bonos matador	14	14	14	14	14	14	14	14
<b>SALDO VIVO<sup>2</sup> (millones de euros)</b>								
Total	819.637,7	870.981,1	850.181,7	850.181,7	854.735,5	849.569,3	844.342,4	867.615,7
Pagarés	71.762,2	41.647,0	23.233,6	23.233,6	24.274,6	22.123,1	18.813,5	31.970,1
Bonos y obligaciones	122.001,9	150.886,3	146.077,7	146.077,7	139.744,8	136.241,1	131.918,0	128.714,2
Cédulas hipotecarias	162.465,5	185.343,8	195.734,8	195.734,8	202.528,8	219.313,8	223.913,8	236.231,3
Cédulas territoriales	17.030,0	16.030,0	18.350,0	18.350,0	20.485,0	20.285,0	24.028,2	31.884,2
Bonos de titulación	422.010,7	442.831,5	434.835,1	434.835,1	435.551,9	419.458,0	413.520,5	406.667,6
Participaciones preferentes	23.308,6	33.183,8	30.891,8	30.891,8	31.091,8	31.089,6	31.089,6	31.089,6
Bonos matador	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8

1 Datos disponibles: noviembre de 2011.

2 Importes nominales.

**AIAF. Contratación**

CUADRO 1.11

Importes nominales en millones de euros	2008	2009	2010	2010	2011			
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
<b>POR TIPO DE ACTIVO</b>								
Total	2.521.040,1	4.658.633,2	4.383.118,7	1.811.416,3	2.540.940,4	1.618.996,9	1.662.056,5	1.061.502,1
Pagarés	591.943,8	533.331,0	385.238,9	72.604,4	67.260,3	57.492,7	49.896,0	31.295,7
Bonos y obligaciones	80.573,8	321.743,0	922.393,1	349.527,2	241.674,3	96.130,6	89.289,3	31.237,2
Cédulas hipotecarias	129.995,3	263.150,0	271.441,8	96.608,6	169.889,3	115.484,5	105.436,4	171.845,7
Cédulas territoriales	10.142,3	7.209,0	14.458,2	1.924,7	32.764,3	43.117,1	68.254,4	313.800,1
Bonos de titulación	1.704.341,8	3.527.486,4	2.784.775,4	1.289.446,1	2.028.138,1	1.303.425,0	1.348.043,0	512.871,2
Participaciones preferentes	4.030,0	5.668,5	4.635,7	1.273,8	1.178,3	3.337,6	1.085,5	433,6
Bonos matador	13,2	45,2	175,7	31,6	35,9	9,5	51,9	18,4
<b>POR TIPO DE OPERACIÓN</b>								
Total	2.521.040,1	4.658.633,2	4.383.118,7	1.811.416,3	2.540.940,4	1.618.996,9	1.662.056,5	1.061.502,1
Simple	387.897,1	378.348,4	288.927,3	69.161,4	100.126,8	78.598,4	60.680,5	55.413,2
Repo	381.505,0	362.068,7	304.493,2	61.165,8	55.980,9	51.485,2	47.765,9	26.750,8
Simultánea	1.751.638,0	3.918.216,1	3.789.698,3	1.681.089,0	2.384.832,7	1.488.913,3	1.553.610,1	979.338,1

1 Datos disponibles: noviembre de 2011.

**AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador**

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros	2008	2009	2010	2010	2011			
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
Total	744.652,5	681.946,6	553.896,6	120.800,2	136.405,9	120.560,2	99.716,4	78.297,9
Sociedades no financieras	285.044,4	256.224,6	162.949,5	33.281,8	36.362,7	37.287,8	30.082,8	15.671,3
Instituciones financieras	334.851,6	298.909,1	289.950,4	67.718,0	67.797,2	55.419,8	52.743,5	49.512,4
Entidades de crédito	130.056,0	125.547,5	102.372,1	29.970,9	34.359,6	27.624,9	25.982,2	28.507,9
IIC, seguros y fondos de pensiones	154.709,8	115.865,3	125.899,4	22.618,2	24.511,6	25.796,8	25.835,3	20.349,5
Otras entidades financieras	50.085,8	57.496,3	61.678,9	15.128,9	8.926,0	1.998,1	926,0	655,0
Administraciones públicas	6.331,2	5.808,5	3.117,7	309,8	295,8	392,8	1.336,2	100,0
Hogares e ISFLSH <sup>2</sup>	13.344,0	14.647,8	14.244,4	2.541,9	1.866,8	2.817,3	1.846,8	2.628,9
Resto del mundo	105.081,2	106.356,6	83.634,6	16.948,7	30.083,5	24.642,5	13.707,1	10.385,2

1 Datos disponibles: noviembre de 2011.

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

Admisión a bolsa<sup>1</sup>

CUADRO 1.13

	2008	2009	2010	2010	2011			
				IV	I	II	III	IV <sup>2</sup>
<b>IMPORTE NOMINALES (millones de euros)</b>								
Total	3.390,6	5.866,8	868,0	468,0	500,0	681,6	1.500,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	0,0	0,0	400,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0,0	4.510,8	468,0	468,0	500,0	681,6	1.500,0	0,0
Bonos de titulización	3.390,6	1.356,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	33	10	8	1	1	4	1	0
Bonos y obligaciones no convertibles	0	0	7	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	4	1	1	1	4	1	0
Bonos de titulización	33	6	0	0	0	0	0	0
Otros	0	0	0	0	0	0	0	0

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

2 Datos disponibles: noviembre de 2011.

## Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.14

	2008	2009	2010	2010	2011			
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	58	62	60	60	57	59	59	59
Emisores privados	45	48	46	46	44	46	46	46
Sociedades no financieras	5	6	5	5	4	4	4	4
Instituciones financieras privadas	40	42	41	41	40	42	42	42
Administraciones públicas <sup>2</sup>	13	14	14	14	13	13	13	13
Comunidades autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	271	269	247	247	237	245	243	243
Emisores privados	157	155	145	145	137	137	134	133
Sociedades no financieras	9	10	7	7	7	7	7	6
Instituciones financieras privadas	148	145	138	138	130	130	127	127
Administraciones públicas <sup>2</sup>	114	114	102	102	100	108	109	110
Comunidades autónomas	82	76	64	64	63	72	74	75
<b>SALDO VIVO<sup>3</sup> (millones de euros)</b>								
Total	29.142,6	36.299,5	41.091,3	41.091,3	41.497,4	45.280,8	43.183,1	44.481,0
Emisores privados	17.237,9	21.600,9	19.261,5	19.261,5	19.301,5	19.017,9	17.524,3	17.839,8
Sociedades no financieras	381,0	1.783,7	376,6	376,6	375,8	375,8	375,8	375,5
Instituciones financieras privadas	16.856,9	19.817,2	18.884,8	18.884,8	18.925,7	18.642,1	17.148,5	17.464,2
Administraciones públicas <sup>3</sup>	11.904,7	14.698,6	21.829,9	21.829,9	22.195,9	26.262,9	25.658,8	26.641,3
Comunidades autónomas	9.972,5	12.338,3	19.442,4	19.442,4	19.812,5	23.992,9	23.489,5	24.472,0

1 Datos disponibles: noviembre de 2011.

2 No incluye deuda anotada.

3 Importes nominales.

## Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.15

Importes nominales en millones de euros	2008	2009	2010	2010	2011			
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
Mercado electrónico	1.580,1	633,0	510,5	122,5	91,9	85,9	98,8	45,2
Corros	7.842,1	4.008,4	7.525,6	4.674,4	2.398,6	597,7	409,0	1.333,6
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	7.674,9	3.821,1	7.146,7	4.620,6	2.379,4	578,6	398,3	1.326,1
Bilbao	6,1	4,6	2,3	0,5	0,2	0,1	0,1	0,0
Valencia	161,1	182,7	376,6	53,4	19,0	18,9	10,7	7,5
Deuda anotada	46,2	49,1	331,1	9,1	4,4	187,8	471,8	124,0
Deuda comunidades autónomas	71.054,9	70.065,8	59.017,0	13.336,2	11.811,4	16.831,6	14.615,2	15.800,6

1 Datos disponibles: noviembre de 2011.

**Sistemas organizados de negociación: SENAF y MTS.**  
**Contratación de deuda pública por modalidad**

CUADRO 1.16

Importes nominales en millones de euros	2008	2009	2010	2010		2011		
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
Total	132.327,4	202.120,5	265.966,0	41.660,2	27.593,2	28.318,9	17.039,0	8.315,9
Simples	89.010,5	114.314,0	110.011,0	21.116,0	27.293,0	26.482,0	17.039,0	8.267,0
Simultáneas	43.316,9	86.806,5	155.433,0	20.394,2	300,2	1.836,9	0,0	48,9
Otras operaciones	0,0	1.000,0	522,0	150,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: noviembre de 2011.

### 1.3 Derivados y otros productos

#### 1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

##### Negociación en MEFF

CUADRO 1.17

Número de contratos	2008	2009	2010	2010		2011		
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
Sobre deuda	12	18	14	2	6	4	4	0
Futuro sobre bono nocional <sup>2</sup>	12	18	14	2	6	4	4	0
Sobre Ibex 35 <sup>3,4</sup>	8.433.963	6.187.544	6.946.167	1.585.302	1.714.038	1.403.188	1.635.072	756.455
Futuro sobre Ibex 35 plus	7.275.299	5.436.989	6.280.999	1.432.956	1.575.272	1.280.699	1.484.184	686.412
Futuro mini sobre Ibex 35	330.042	314.829	357.926	72.265	90.048	72.265	91.073	36.834
Opción call mini	323.874	230.349	122.158	30.717	17.606	19.733	25.590	15.849
Opción put mini	504.749	205.377	185.083	49.364	31.111	30.491	34.225	17.361
Sobre acciones <sup>5</sup>	64.554.817	80.114.693	57.291.482	17.395.281	16.374.082	10.805.253	9.687.083	6.812.506
Futuros	46.237.568	44.586.779	19.684.108	6.650.855	8.006.039	5.337.121	5.510.377	2.518.447
Opción call	7.809.423	18.864.840	17.186.515	4.250.315	3.761.646	2.026.429	1.665.296	1.968.030
Opción put	10.507.826	16.663.074	20.420.859	6.494.111	4.606.397	3.441.703	2.511.410	2.326.029
<b>Pro memoria: actividad de MEFF en Eurex</b>								
Sobre deuda <sup>6</sup>	869.105	558.848	373.113	71.884	90.405	75.174	56.239	35.197
Sobre índices <sup>7</sup>	1.169.059	835.159	604.029	124.415	106.551	96.795	137.083	76.439

1 Datos disponibles: noviembre de 2011.

2 Nominal del contrato: 100 mil euros.

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

4 Nominal del contrato: Ibex 35 \* 10 euros.

5 Nominal del contrato: 100 acciones.

6 Futuros sobre Bund, Bobl y Schatz.

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

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

##### Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.18

WARRANTS <sup>2</sup>	2008	2009	2010	2010		2011		
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
Importe de las primas (millones de euros)	12.234,4	5.165,1	4.915,3	1.227,4	1.174,6	891,4	1.491,8	1.410,6
Sobre acciones	6.914,1	2.607,1	2.537,4	705,7	666,8	462,2	804,6	915,9
Sobre índices	4.542,8	2.000,1	1.852,6	380,8	387,8	293,9	504,9	412,9
Otros <sup>3</sup>	777,5	558,0	525,4	140,9	120,0	135,2	182,2	81,9
Número de emisiones	9.790	7.342	8.375	2.534	1.946	1.842	2.305	1.926
Número de emisores	8	9	9	7	7	6	6	6
<b>CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES</b>								
Importes nominales (millones de euros)	77,0	35,0	64,0	7,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre acciones	77,0	25,0	47,0	7,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre índices	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros <sup>3</sup>	0,0	10,0	17,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	4	3	7	1	0	0	0	0
Número de emisores	1	1	1	1	0	0	0	0

1 Datos disponibles: noviembre de 2011.

2 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

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

## Bolsa de valores. Contratación de warrants y ETF

CUADRO 1.19

	2008	2009	2010	2010	2011	II	III	IV <sup>1</sup>
				IV	I			
<b>WARRANTS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	2.943,7	1.768,4	1.603,2	366,2	466,4	286,0	452,9	254,6
Sobre acciones nacionales	1.581,9	809,9	759,8	181,1	212,5	129,8	175,1	102,7
Sobre acciones extranjeras	145,7	97,6	60,7	17,2	23,7	15,3	23,0	26,3
Sobre índices	1.063,3	761,2	689,5	130,8	157,1	75,3	149,9	102,3
Otros <sup>2</sup>	152,8	99,7	93,2	37,1	73,1	65,6	104,9	23,3
Número de emisiones <sup>3</sup>	9.770	8.038	7.750	3.060	2.746	3.038	3.940	2.938
Número de emisores <sup>3</sup>	10	10	10	10	9	9	9	9
<b>CERTIFICADOS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	16,8	39,2	22,0	3,7	4,1	9,3	56,2	20,4
Número de emisiones <sup>3</sup>	26	22	16	13	11	10	7	4
Número de emisores <sup>3</sup>	4	4	2	2	2	2	2	2
<b>ETF</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	6.938,1	3.470,6	6.229,7	831,3	1.081,7	571,1	815,5	929,8
Número de fondos	30	32	65	65	67	67	67	68
Patrimonio <sup>4</sup> (millones de euros)	1.630,3	1.648,4	827,8	827,8	859,4	867,3	710,2	n.d.

1 Datos disponibles: noviembre de 2011.

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

3 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

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

n.d.: Dato no disponible.

### 1.3.3 Derivados no financieros

#### Negociación en MFAO<sup>1</sup>

CUADRO 1.20

	2008	2009	2010	2010	2011	II	III	IV <sup>2</sup>
				IV	I			
Número de contratos								
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante <sup>3</sup>	48.091	135.705	165.840	25.050	23.120	16.401	13.951	5.326

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: noviembre de 2011.

3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

## 2 Servicios de inversión

### Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2008	2009	2010	2010	2011	II	III	IV <sup>1</sup>
				IV	I			
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Entidades nacionales	51	50	50	50	50	50	50	50
Sucursales	79	78	80	80	80	79	79	76
Representantes	6.041	6.102	6.455	6.455	6.560	6.518	6.520	6.581
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Entidades nacionales	50	50	47	47	45	45	45	45
Sucursales	9	9	10	10	13	13	13	12
Representantes	639	638	665	665	689	652	655	651
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA</b>								
Entidades nacionales	10	9	7	7	6	6	6	6
Sucursales	4	5	5	5	5	5	5	5
Representantes	6	5	3	3	2	2	2	3
<b>EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO<sup>2</sup></b>								
Entidades nacionales	-	16	48	48	58	64	78	81
<b>ENTIDADES DE CRÉDITO<sup>3</sup></b>								
Entidades nacionales	195	193	186	186	186	189	188	190

1 Datos disponibles: noviembre de 2011.

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

3 Fuente: Banco de España.

### Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2008	2009	2010	2010	2011	II	III	IV <sup>1</sup>
				IV	I			
Total	2.232	2.364	2.604	2.604	2.671	2.743	2.786	2.809
ESI <sup>2</sup> en el Espacio Económico Europeo	1.818	1.940	2.176	2.176	2.238	2.303	2.346	2.370
Con sucursal	37	36	41	41	40	40	39	37
En libre prestación de servicios	1.781	1.904	2.135	2.135	2.198	2.263	2.307	2.333
Entidades de crédito <sup>3</sup>	414	424	428	428	433	440	440	439
Comunitarias	405	414	418	418	423	430	430	429
Con sucursal	56	53	53	53	55	56	55	54
En libre prestación de servicios	348	360	364	364	368	374	375	375
Filiales en libre prestación de servicios	1	1	1	1	0	0	0	0
Extracomunitarias	9	10	10	10	10	10	10	10
Con sucursal	8	8	8	8	8	8	8	8
En libre prestación de servicios	1	2	2	2	2	2	2	2

1 Datos disponibles: noviembre de 2011.

2 Empresas de servicios de inversión.

3 Fuente: Banco de España y CNMV.

### Intermediación de operaciones al contado<sup>1</sup>

CUADRO 2.3

Millones de euros	III 2010				III 2011			
	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total
<b>RENTA FIJA</b>								
Total	876.901	2.768.220	195.804	3.840.925	906.022	2.621.084	166.579	3.693.685
Sociedades de valores	124.065	799.040	127.136	1.050.241	117.531	802.068	133.053	1.052.652
Agencias de valores	752.836	1.969.180	68.668	2.790.684	788.491	1.819.016	33.526	2.641.033
<b>RENTA VARIABLE</b>								
Total	206.292	933	16.668	223.893	219.129	789	15.115	235.033
Sociedades de valores	201.963	846	15.507	218.316	214.663	673	13.892	229.228
Agencias de valores	4.329	87	1.161	5.577	4.466	116	1.223	5.805

1 Datos acumulados del periodo. Periodicidad trimestral.

## Intermediación de operaciones de derivados<sup>1,2</sup>

CUADRO 2.4

Millones de euros	III 2010				III 2011			
	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total
Total	671.498	1.707.379	533.839	2.912.716	750.602	1.751.107	124.591	2.626.300
Sociedades de valores	667.283	1.425.146	460.169	2.552.598	748.952	1.457.511	84.540	2.291.003
Agencias de valores	4.215	282.233	73.670	360.118	1.650	293.596	40.051	335.297

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

2 Datos acumulados del periodo. Periodicidad trimestral.

## Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado<sup>1</sup>

CUADRO 2.5

	III 2010			III 2011			
	IIC <sup>2</sup>	Otras <sup>3</sup>	Total	IIC <sup>2</sup>	Otras <sup>3</sup>	Total	
<b>NÚMERO DE CARTERAS</b>							
Total		147	13.081	13.228	147	13.713	13.860
Sociedades de valores		77	7.608	7.685	87	6.721	6.808
Agencias de valores		53	3.178	3.231	55	3.608	3.663
Sociedades gestoras de cartera		17	2.295	2.312	5	3.384	3.389
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)</b>							
Total	2.049.617	7.468.513	9.518.130	1.849.393	7.583.834	9.433.227	
Sociedades de valores	905.029	3.256.821	4.161.850	889.535	3.138.587	4.028.122	
Agencias de valores	972.907	1.373.954	2.346.861	862.570	1.471.799	2.334.369	
Sociedades gestoras de cartera	171.681	2.837.738	3.009.419	97.288	2.973.448	3.070.736	

1 Datos a final de periodo. Periodicidad trimestral.

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

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

## Asesoramiento financiero. Número de contratos y patrimonio asesorado<sup>1</sup>

CUADRO 2.6

	III 2010			III 2011		
	Cientes minoristas	Cientes profesionales	Total <sup>2</sup>	Cientes minoristas	Cientes profesionales	Total <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE CONTRATOS</b>						
Total	5.186	72	5.261	7.482	106	7.618
Sociedades de valores	1.192	5	1.200	1.561	2	1.568
Agencias de valores	3.201	56	3.257	4.680	94	4.799
Sociedades gestoras de cartera	793	11	804	1.241	10	1.251
<b>PATRIMONIO ASESORADO (miles de euros)</b>						
Total	2.266.041	4.395.489	7.023.532	3.232.667	4.391.507	8.097.359
Sociedades de valores	548.967	220.851	1.131.820	798.760	31.847	1.218.840
Agencias de valores	1.323.085	927.987	2.251.072	1.871.345	1.022.331	2.978.629
Sociedades gestoras de cartera	393.989	3.246.651	3.640.640	562.562	3.337.329	3.899.890

1 Datos a final de periodo. Periodicidad trimestral.

2 Incluye clientes minoristas, profesionales y otros clientes.

## Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores

CUADRO 2.7

Miles de euros <sup>1</sup>	2008	2009	2010	2010	2011	II	III	IV <sup>2</sup>
				IV	I			
I. Margen de intereses	109.682	163.272	102.054	102.054	15.186	52.973	77.901	81.348
II. Comisiones netas	674.204	562.082	533.858	533.858	157.082	275.520	382.225	414.546
Comisiones percibidas	943.619	782.214	798.152	798.152	231.177	419.375	606.095	659.896
Tramitación y ejecución de órdenes	648.036	548.362	555.207	555.207	166.934	285.047	417.529	454.386
Colocación y aseguramiento de emisiones	42.502	26.326	8.499	8.499	1.057	2.830	5.113	5.736
Depósito y anotación de valores	21.198	16.183	22.367	22.367	5.465	10.887	15.821	17.459
Gestión de carteras	17.306	11.768	13.880	13.880	4.180	7.911	11.867	13.422
Diseño y asesoramiento	56.671	60.477	53.722	53.722	16.802	39.550	49.366	53.637
Búsqueda y colocación de paquetes	12	10	36	36	179	184	484	485
Operaciones de crédito al mercado	19	14	9	9	2	4	6	7
Comercialización de IIC	91.167	63.341	65.487	65.487	16.053	31.359	45.594	50.519
Otras	66.708	55.733	78.944	78.944	20.503	41.601	60.315	64.245
Comisiones satisfechas	269.415	220.133	264.294	264.294	74.095	143.855	223.870	245.350
III. Resultado de inversiones financieras	800.194	45.266	48.588	48.588	28.085	38.782	150.060	158.833
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-626.527	21.820	26.081	26.081	2.089	-5.173	-115.556	-110.342
V. Margen bruto	957.553	792.440	710.580	710.580	202.442	362.102	494.630	544.385
VI. Resultado de explotación	434.209	339.706	276.253	276.253	88.668	142.774	174.724	187.789
VII. Resultado de actividades continuadas	365.374	250.984	196.834	196.834	73.044	121.402	149.362	160.815
VIII. Resultado neto del ejercicio	367.665	250.984	196.834	196.834	73.044	121.402	149.362	160.815

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

2 Datos disponibles: octubre de 2011.

## Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros <sup>1</sup>	Margen de intereses		Inversiones financieras		Diferencias de cambio y otras partidas		Total	
	III 2010	III 2011	III 2010	III 2011	III 2010	III 2011	III 2010	III 2011
Total	79.232	77.901	9.842	150.060	44.585	-117.681	133.659	110.280
Activos monetarios y deuda pública	3.665	1.562	8.459	9.527	-	-	12.124	11.089
Otros valores de renta fija	14.079	15.122	50.637	40.733	-	-	64.716	55.855
Cartera interior	13.090	13.343	41.793	34.411	-	-	54.883	47.754
Cartera exterior	989	1.779	8.844	6.322	-	-	9.833	8.101
Renta variable	61.507	50.077	229.404	-371.509	-	-	290.911	-321.432
Cartera interior	44.332	33.866	-56.925	-21.536	-	-	-12.593	12.330
Cartera exterior	17.175	16.211	286.329	-349.973	-	-	303.504	-333.762
Derivados	-	-	-278.971	476.224	-	-	-278.971	476.224
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-1.331	644	-	-	-	-	-1.331	644
Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	-	-	-	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	227	12.275	-	-	-	-	227	12.275
Diferencias de cambio netas	-	-	-	-	38.118	-117.603	38.118	-117.603
Otros productos y cargas de explotación	-	-	-	-	1.748	2.047	1.748	2.047
Otras operaciones	1.085	-1.779	313	-4.915	4.719	-2.125	6.117	-8.819

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

## Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.9

Miles de euros <sup>1</sup>	2008	2009	2010	2010	2011	II	III	IV <sup>2</sup>
				IV	I			
I. Margen de intereses	7.980	2.652	1.629	1.629	351	1.144	1.761	1.959
II. Comisiones netas	149.874	127.410	109.165	109.165	26.048	50.423	73.058	80.639
Comisiones percibidas	172.344	144.373	126.055	126.055	29.798	57.899	84.174	92.768
Tramitación y ejecución de órdenes	62.345	53.988	38.176	38.176	10.080	19.345	27.974	30.889
Colocación y aseguramiento de emisiones	4.847	2.989	2.748	2.748	350	1.181	2.289	2.483
Depósito y anotación de valores	676	509	366	366	97	191	288	360
Gestión de carteras	21.137	19.633	19.489	19.489	3.818	6.760	9.572	10.438
Diseño y asesoramiento	4.962	2.806	3.618	3.618	1.147	2.634	4.007	4.337
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	304	304	174	538	61	61
Operaciones de crédito al mercado	10	28	27	27	10	13	24	27
Comercialización de IIC	31.287	23.966	23.946	23.946	5.828	11.097	16.514	18.164
Otras	47.081	40.453	37.381	37.381	8.294	16.141	23.445	26.011
Comisiones satisfechas	22.470	16.963	16.890	16.890	3.750	7.476	11.116	12.129
III. Resultado de inversiones financieras	-1.176	1.709	456	456	151	-54	-293	-73
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	3.526	-1.111	-1.416	-1.416	-455	-1.306	-1.446	-1.605
V. Margen bruto	160.204	130.661	109.834	109.834	26.095	50.207	73.080	80.920
VI. Resultado de explotación	20.377	9.090	9.457	9.457	3.444	5.568	6.168	6.640
VII. Resultado de actividades continuadas	14.372	4.862	6.452	6.452	3.298	5.289	6.232	6.839
VIII. Resultado neto del ejercicio	14.372	4.862	6.452	6.452	3.298	5.289	6.232	6.839

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

2 Datos disponibles: octubre de 2011.

## Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera

CUADRO 2.10

Miles de euros <sup>1</sup>	2008	2009	2010	2010	2011	II	III	IV <sup>2</sup>
				IV	I			
I. Margen de intereses	1.482	341	407	407	154	293	485	554
II. Comisiones netas	12.044	10.734	10.097	10.097	1.897	3.840	5.698	6.655
Comisiones percibidas	23.877	21.750	20.994	20.994	4.531	9.123	13.568	15.398
Gestión de carteras	20.683	18.463	18.020	18.020	4.224	8.323	12.367	13.772
Diseño y asesoramiento	2.484	2.698	1.160	1.160	307	800	1.201	1.626
Comercialización de IIC	66	18	34	34	0	0	0	0
Otras	644	571	1.779	1.779	0	0	0	0
Comisiones satisfechas	11.833	11.016	10.897	10.897	2.634	5.283	7.870	8.743
III. Resultado de inversiones financieras	-108	92	51	51	243	233	192	199
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-418	-383	21	21	13	-19	-41	-31
V. Margen bruto	13.000	10.784	10.577	10.577	2.307	4.347	6.334	7.377
VI. Resultado de explotación	1.157	1.296	1.154	1.154	415	677	886	1.268
VII. Resultado de actividades continuadas	765	889	939	939	304	490	627	897
VIII. Resultado neto del ejercicio	765	889	939	939	304	490	627	897

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

2 Datos disponibles: octubre de 2011.

## Margen de cobertura de los recursos propios sobre el coeficiente de solvencia<sup>1</sup>

CUADRO 2.11

Miles de euros	Exceso		Número de entidades según porcentaje del exceso									
	Importe		< 50	< 100	< 150	< 200	< 300	< 400	< 500	< 750	< 1000	> 1000
	total	% <sup>2</sup>										
Total	1.493.987	346,25	13	14	11	9	13	11	9	9	6	6
Sociedades de valores	1.407.599	369,72	3	3	3	4	9	8	7	6	3	4
Agencias de valores	69.564	196,92	9	9	8	4	4	2	2	3	3	1
Sociedades gestoras de cartera	16.824	109,04	1	2	0	1	0	1	0	0	0	1

1 Datos disponibles: septiembre de 2011.

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

## Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos<sup>1,2</sup>

CUADRO 2.12

	Media <sup>3</sup>	Pérdidas	Número de entidades según su rentabilidad anualizada								
			0-5%	6-15%	16-30%	31-45%	46-60%	61-75%	76-100%	>100%	
Total	12,50	32	20	21	13	6	2	1	3	3	
Sociedades de valores	12,90	13	11	12	8	3	0	0	2	1	
Agencias de valores	8,08	18	7	7	4	3	2	1	1	2	
Sociedades gestoras de cartera	3,65	1	2	2	1	0	0	0	0	0	

1 El ROE se ha calculado como:

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

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

2 Datos disponibles: septiembre de 2011.

3 Media ponderada por fondos propios, en %.

## Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes

CUADRO 2.13

Miles de euros	2008	2009	2010	2009		2010		2011	
				II	I	II	I		
<b>PATRIMONIOS ASESORADOS<sup>1</sup></b>									
Total	-	1.410.985	16.120.751	1.410.985	11.929.643	16.120.751	16.968.190		
Clientes minoristas	-	364.284	1.707.278	364.284	1.164.130	1.707.278	2.090.669		
Clientes profesionales	-	1.046.702	14.321.020	1.046.702	10.746.313	14.321.020	14.786.650		
Otros	-	0	92.453	0	19.200	92.453	90.871		
<b>INGRESOS POR COMISIONES<sup>2</sup></b>									
Total	-	3.183	21.863	3.183	7.783	21.863	14.113		
Comisiones percibidas	-	3.183	21.747	3.183	7.726	21.747	14.077		
Otros ingresos	-	0	116	0	57	116	36		
<b>PATRIMONIO NETO</b>									
Total	-	1.500	10.224	1.500	9.312	10.224	10.363		
Capital social	-	1.043	3.014	1.043	2.379	3.014	3.386		
Reservas y remanentes	-	36	384	36	3.333	384	2.808		
Resultado del ejercicio <sup>2</sup>	-	421	6.826	421	3.600	6.826	4.169		

1 Datos a final de periodo. Periodicidad semestral.

2 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada semestre.

### 3 Instituciones de inversión colectiva<sup>a</sup>

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

CUADRO 3.1

	2008	2009	2010	2010	2011	II	III	IV <sup>1</sup>
				IV	I			
Total IIC de carácter financiero	6.354	5.892	5.627	5.627	5.603	5.551	5.491	5.480
Fondos de inversión	2.943	2.593	2.429	2.429	2.436	2.410	2.356	2.349
Sociedades de inversión	3.347	3.232	3.133	3.133	3.105	3.077	3.070	3.064
IIC de IIC de inversión libre	40	38	32	32	29	28	28	28
IIC de inversión libre	24	29	33	33	33	36	37	36
Total IIC inmobiliarias	18	16	16	16	16	16	15	14
Fondos de inversión inmobiliaria	9	8	8	8	8	8	6	6
Sociedades de inversión inmobiliaria	9	8	8	8	8	8	9	8
Total IIC extranjeras comercializadas en España	563	582	660	660	669	695	695	733
Fondos extranjeros comercializados en España	312	324	379	379	383	395	395	424
Sociedades extranjeras comercializadas en España	251	258	281	281	286	300	300	309
SGIIC	120	120	123	123	120	118	117	115
Depositarias IIC	125	124	114	114	113	107	101	98

1 Datos disponibles: noviembre de 2011.

#### Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2008	2009	2010	2010	2011	II	III <sup>1</sup>	IV <sup>2</sup>
				IV	I			
Total IIC de carácter financiero	6.358.753	5.895.009	5.578.524	5.578.524	5.575.859	5.460.738	5.358.838	5.322.279
Fondos de inversión	5.923.352	5.475.403	5.160.889	5.160.889	5.160.482	5.044.106	4.942.074	4.906.587
Sociedades de inversión	435.401	419.606	417.635	417.635	415.377	416.632	416.764	415.692
Total IIC inmobiliarias	98.327	84.511	76.223	76.223	34.690	32.906	32.356	32.625
Fondos de inversión inmobiliaria	97.390	83.583	75.280	75.280	33.747	31.963	31.412	31.682
Sociedades de inversión inmobiliaria	937	928	943	943	943	943	944	943
Total IIC extranjeras comercializadas en España <sup>3</sup>	593.488	685.094	865.767	865.767	855.877	856.882	803.801	-
Fondos extranjeros comercializados en España	102.922	139.102	193.233	193.233	197.965	195.525	185.665	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	490.566	545.992	666.534	666.534	657.912	661.357	618.136	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: octubre de 2011. Estos datos son de remisión trimestral para Sociedades de Inversión y para IIC extranjeras, por lo que los meses que no coinciden con fin de trimestre no hay dato disponible.

3 No se incluyen datos de los ETF.

#### Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros	2008	2009	2010	2010	2011	II	III <sup>1</sup>	IV <sup>2</sup>
				IV	I			
Total IIC de carácter financiero	200.522,4	196.472,5	170.073,1	170.073,1	170.919,4	166.446,6	157.942,6	158.629,3
Fondos de inversión <sup>3</sup>	175.865,5	170.547,7	143.918,2	143.918,2	144.428,0	140.351,3	134.033,7	134.143,1
Sociedades de inversión	24.656,9	25.924,8	26.155,0	26.155,0	26.491,4	26.095,4	23.908,9	24.486,1
Total IIC inmobiliarias	7.778,8	6.773,7	6.437,5	6.437,5	6.403,6	6.313,7	6.260,8	4.869,4
Fondos de inversión inmobiliaria	7.406,9	6.465,1	6.115,6	6.115,6	6.083,3	5.995,5	4.597,3	4.552,7
Sociedades de inversión inmobiliaria	371,9	308,6	321,9	321,9	320,3	318,2	1.663,4	316,7
Total IIC extranjeras comercializadas en España <sup>4</sup>	18.254,8	25.207,2	36.692,9	36.692,9	37.636,4	35.582,2	30.967,3	-
Fondos extranjeros comercializados en España	3.352,0	5.215,1	8.535,9	8.535,9	8.092,4	7.303,2	6.446,0	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	14.902,8	19.992,0	28.156,9	28.156,9	29.544,0	28.279,0	24.521,3	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: octubre de 2011. Estos datos son de remisión trimestral para Sociedades de Inversión y para IIC extranjeras, por lo que los meses que no coinciden con fin de trimestre no hay dato disponible.

3 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en septiembre de 2011, del orden de 6.044 millones de euros.

4 No se incluyen datos de los ETF.

a En las referencias a los «Fondos de inversión» de todo el capítulo, no se incluyen los fondos de inversión libre ni los fondos de IIC de inversión libre.

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

CUADRO 3.4

Millones de euros	2008	2009	2010	2010		2011		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
Patrimonio	175.865,5	170.547,7	143.918,1	152.646,5	143.918,2	144.428,0	140.351,3	134.033,7
Cartera de inversiones financieras	166.384,7	163.165,5	137.295,4	144.724,4	137.296,1	137.441,4	133.666,7	127.577,1
Cartera interior	107.347,7	100.642,6	89.630,2	91.413,1	89.632,4	92.205,1	91.324,1	90.914,4
Valores representativos de deuda	81.904,6	74.628,9	68.575,1	68.366,9	68.574,5	71.784,6	70.905,2	72.151,4
Instrumentos de patrimonio	4.023,2	4.741,0	3.829,2	3.994,8	3.829,2	3.990,3	3.944,8	3.179,1
Instituciones de inversión colectiva	10.134,3	9.041,5	7.338,6	8.415,2	7.338,6	6.338,7	6.387,3	6.192,3
Depósitos en EECC	10.657,6	11.552,2	9.460,8	10.167,6	9.460,8	9.634,7	9.665,8	9.208,1
Derivados	627,9	679,0	426,2	467,6	429,0	456,5	420,9	183,4
Otros	0,1	0,0	0,4	1,0	0,4	0,3	0,0	0,0
Cartera exterior	59.035,2	62.487,1	47.626,5	53.272,4	47.625,1	45.198,9	42.330,3	36.656,4
Valores representativos de deuda	49.659,8	48.435,3	30.337,4	36.499,7	30.337,4	26.875,7	24.576,1	23.293,2
Instrumentos de patrimonio	5.216,1	7.783,2	8.385,8	8.003,2	8.386,4	8.604,6	8.758,1	6.694,9
Instituciones de inversión colectiva	3.524,5	5.666,4	8.404,7	8.264,9	8.404,7	9.252,1	8.548,4	6.581,2
Depósitos en EECC	17,5	82,4	108,0	73,1	108,0	86,7	61,2	53,7
Derivados	599,5	518,7	387,1	427,4	385,1	376,5	384,2	31,4
Otros	17,8	1,1	3,6	4,1	3,6	3,3	2,4	2,0
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	1,8	35,8	38,6	38,9	38,6	37,4	12,2	6,3
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tesorería	8.703,2	7.267,7	6.531,4	7.933,3	6.531,3	6.876,8	6.459,0	6.000,3
Neto deudores/acreedores	777,7	114,5	91,4	-11,2	90,7	109,8	225,5	456,3

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

2 Datos provisionales.

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

CUADRO 3.5

Millones de euros	2008	2009	2010	2010		2011		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Patrimonio	24.656,9	25.924,8	26.155,0	26.131,5	26.155,0	26.491,4	26.095,4	23.908,9
Cartera de inversiones financieras	23.446,9	24.813,5	25.187,3	25.015,5	25.187,1	25.262,0	24.915,3	22.592,7
Cartera interior	16.176,3	13.514,3	12.881,4	13.035,9	12.880,2	12.864,2	12.848,1	12.405,1
Valores representativos de deuda	10.435,1	7.400,5	5.435,9	5.717,5	5.435,9	5.870,6	6.628,9	7.021,7
Instrumentos de patrimonio	3.214,9	3.376,3	2.988,6	2.945,3	2.989,5	3.033,8	2.993,4	2.663,5
Instituciones de inversión colectiva	1.108,8	1.091,1	758,7	806,5	756,5	801,9	815,7	741,8
Depósitos en EECC	1.383,5	1.631,5	3.675,2	3.546,8	3.675,2	3.133,2	2.381,5	1.963,5
Derivados	9,8	-6,6	-5,9	-5,8	-5,9	-4,9	-2,1	-17,0
Otros	24,4	21,7	29,0	25,7	29,0	29,6	30,6	31,6
Cartera exterior	7.267,8	11.294,2	12.298,1	11.971,9	12.300,0	12.390,9	12.061,0	10.181,8
Valores representativos de deuda	2.609,6	4.606,6	3.606,8	4.001,8	3.606,8	3.407,6	3.241,5	2.948,1
Instrumentos de patrimonio	2.014,6	3.559,3	4.166,0	3.852,6	4.166,0	4.381,9	4.264,5	3.432,9
Instituciones de inversión colectiva	2.486,4	2.987,4	4.390,5	3.933,9	4.392,6	4.415,0	4.349,3	3.670,2
Depósitos en EECC	28,9	26,3	12,1	44,5	12,1	47,1	45,4	13,4
Derivados	120,5	113,0	119,9	134,9	119,7	135,1	157,8	113,7
Otros	7,8	1,6	2,8	4,3	2,8	4,2	2,4	3,5
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	2,8	4,9	7,9	7,7	6,9	6,9	6,3	5,9
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Tesorería	1.021,0	976,4	832,0	903,3	832,1	1.014,6	946,9	951,4
Neto deudores/acreedores	188,8	134,8	135,5	212,6	135,6	214,6	233,0	364,6

1 Datos provisionales.

	2008	2009	2010	2010	2011	II	III	IV <sup>2</sup>
				IV	I			
<b>NÚMERO DE FONDOS</b>								
Total fondos de inversión	2.912	2.536	2.408	2.408	2.417	2.389	2.341	2.335
Renta fija <sup>3</sup>	629	582	537	537	543	530	520	517
Renta fija mixta <sup>4</sup>	195	169	160	160	158	152	146	145
Renta variable mixta <sup>5</sup>	202	165	138	138	136	132	130	129
Renta variable euro <sup>6</sup>	237	182	172	172	171	157	153	151
Renta variable internacional <sup>7</sup>	330	242	232	232	222	222	222	222
Garantizado renta fija	260	233	276	276	303	324	335	339
Garantizado renta variable <sup>8</sup>	590	561	499	499	485	470	436	436
Fondos globales	469	187	192	192	197	203	204	204
De gestión pasiva <sup>9</sup>	-	69	61	61	61	57	59	58
Retorno absoluto <sup>9</sup>	-	146	141	141	141	142	136	134
<b>PARTÍCIPES</b>								
Total fondos de inversión	5.923.345	5.475.403	5.160.889	5.160.889	5.160.482	5.044.106	4.942.074	4.906.587
Renta fija <sup>3</sup>	2.204.652	2.041.487	1.622.664	1.622.664	1.525.292	1.466.938	1.419.006	1.407.513
Renta fija mixta <sup>4</sup>	277.629	290.151	270.341	270.341	251.992	238.275	227.046	223.213
Renta variable mixta <sup>5</sup>	209.782	182.542	171.336	171.336	162.861	156.631	151.551	149.714
Renta variable euro <sup>6</sup>	377.545	299.353	266.395	266.395	253.365	248.355	247.166	245.699
Renta variable internacional <sup>7</sup>	467.691	458.097	501.138	501.138	493.052	493.057	465.814	459.109
Garantizado renta fija	538.799	570.963	790.081	790.081	967.561	990.997	1.019.905	1.025.593
Garantizado renta variable <sup>8</sup>	1.402.947	1.188.304	1.065.426	1.065.426	1.027.392	981.572	946.448	939.279
Fondos globales	444.300	88.337	105.720	105.720	114.244	124.088	130.519	128.614
De gestión pasiva <sup>9</sup>	-	85.403	90.343	90.343	85.254	82.371	95.948	96.047
Retorno absoluto <sup>9</sup>	-	270.766	277.445	277.445	279.469	261.822	238.671	231.806
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>								
Total fondos de inversión	175.865,2	170.547,7	143.918,2	143.918,2	144.428,0	140.351,3	134.033,7	134.143,1
Renta fija <sup>3</sup>	92.813,1	84.657,2	56.614,6	56.614,6	51.565,6	49.449,9	48.228,6	48.077,1
Renta fija mixta <sup>4</sup>	5.803,0	8.695,5	7.319,0	7.319,0	6.570,0	6.251,9	5.715,8	5.668,3
Renta variable mixta <sup>5</sup>	3.958,8	3.879,6	3.470,5	3.470,5	3.484,5	3.345,6	2.897,5	2.967,8
Renta variable euro <sup>6</sup>	5.936,9	6.321,6	5.356,8	5.356,8	5.656,3	5.687,2	4.610,8	4.824,2
Renta variable internacional <sup>7</sup>	4.256,6	5.902,4	8.037,3	8.037,3	7.896,1	7.751,6	6.028,4	6.370,3
Garantizado renta fija	21.281,6	21.033,4	26.180,2	26.180,2	32.084,4	32.742,1	34.241,7	34.266,8
Garantizado renta variable <sup>8</sup>	30.742,4	25.665,8	22.046,5	22.046,5	21.181,6	19.827,6	18.699,9	18.535,9
Fondos globales	11.072,8	3.872,5	4.440,3	4.440,3	5.481,7	5.718,1	5.154,3	5.284,1
De gestión pasiva <sup>9</sup>	-	3.216,6	2.104,8	2.104,8	2.193,0	2.172,2	2.060,0	1.904,7
Retorno absoluto <sup>9</sup>	-	7.303,0	8.348,1	8.348,1	8.314,8	7.405,1	6.396,8	6.243,9

1 Fondos que han remitido estados reservados, no incluye aquellos en proceso de disolución o liquidación.

2 Datos disponibles: octubre de 2011.

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. Desde 3T2011 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional, monetario y monetario a corto plazo. Hasta diciembre de 2006 incluía FIAMM.

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

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

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

7 Hasta 1T09 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EE.UU., RVI Emergentes y RVI Otros. Desde 2T09 incluye: RVI.

8 Hasta 1T09 incluye: GRV. Desde 2T09 incluye: GRV y Garantía Parcial.

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

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

CUADRO 3.7

	2008	2009	2010	2010	2011			
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
<b>PARTÍCIPES</b>								
Total fondos de inversión	5.923.352	5.475.403	5.160.889	5.160.889	5.160.482	5.044.106	4.942.074	4.906.587
Personas físicas	5.754.049	5.322.214	5.019.902	5.019.902	5.020.705	4.907.283	4.808.616	4.774.665
Residentes	5.677.123	5.252.126	4.954.891	4.954.891	4.955.440	4.843.565	4.746.165	4.712.779
No residentes	76.926	70.088	65.011	65.011	65.265	63.718	62.451	61.886
Personas jurídicas	169.303	153.189	140.987	140.987	139.777	136.823	133.458	131.922
Entidades de crédito	1.713	674	524	524	500	491	507	543
Otros agentes residentes	166.041	151.479	139.550	139.550	138.402	135.505	132.160	130.594
Entidades no residentes	1.549	1.036	913	913	875	827	791	785
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>								
Total fondos de inversión	175.865,5	170.547,7	143.918,1	143.918,1	144.428,0	140.351,3	134.033,7	134.143,1
Personas físicas	135.756,2	132.860,5	113.660,6	113.660,6	115.233,0	111.732,9	108.000,6	107.952,9
Residentes	133.878,1	130.954,4	111.900,1	111.900,1	113.442,6	110.123,1	106.440,9	106.390,1
No residentes	1.878,1	1.906,0	1.760,5	1.760,5	1.790,3	1.609,9	1.559,7	1.562,8
Personas jurídicas	40.109,3	37.687,2	30.257,5	30.257,5	29.195,0	28.618,3	26.033,1	26.190,3
Entidades de crédito	4.193,0	2.572,0	1.926,1	1.926,1	1.869,9	1.854,3	1.477,0	1.498,7
Otros agentes residentes	34.738,0	34.065,1	27.644,6	27.644,6	26.666,9	26.205,8	24.107,8	24.248,3
Entidades no residentes	1.178,4	1.050,1	686,9	686,9	658,2	558,3	448,3	443,3

<sup>1</sup> Datos disponibles: octubre de 2011.

## Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo<sup>1</sup>

CUADRO 3.8

Millones de euros	2008	2009 <sup>2</sup>	2010	2010	2011			
				III	IV	I	II	III
<b>SUSCRIPCIONES</b>								
Total fondos de inversión	135.461,7	109.915,2	78.805,2	13.395,6	16.011,4	22.756,0	13.163,9	10.993,2
Renta fija	101.909,7	73.718,8	41.656,1	6.206,7	6.603,3	7.890,1	6.478,3	5.962,8
Renta fija mixta	1.914,5	5.267,6	3.538,8	571,7	641,4	358,0	517,7	232,0
Renta variable mixta	1.350,2	1.135,4	1.221,7	118,5	254,6	270,4	334,7	44,6
Renta variable euro	2.858,0	2.183,8	1.673,0	291,1	335,4	575,2	524,1	472,1
Renta variable internacional	3.309,6	2.929,5	4.455,2	778,5	1.227,3	2.488,7	721,4	321,2
Garantizado renta fija	11.937,0	11.755,4	11.513,4	3.403,9	2.505,8	7.424,2	2.595,3	2.202,5
Garantizado renta variable	6.544,7	5.589,1	5.120,1	726,8	1.246,5	828,6	622,0	751,4
Fondos globales	5.638,0	2.754,4	3.018,1	265,4	1.767,1	1.534,3	838,6	572,2
De gestión pasiva	–	535,5	683,8	73,7	96,4	220,5	149,2	197,1
Retorno absoluto	–	4.045,7	5.924,8	959,1	1.333,6	1.165,9	382,4	237,4
<b>REEMBOLSOS</b>								
Total fondos de inversión	202.864,1	122.617,5	104.385,6	18.442,3	24.577,5	23.528,9	17.258,8	13.676,7
Renta fija	124.242,9	81.197,6	68.806,1	12.006,3	13.908,1	13.298,5	8.737,2	7.192,5
Renta fija mixta	8.136,6	2.724,4	4.955,7	812,4	1.383,5	1.138,4	892,5	552,8
Renta variable mixta	4.675,6	1.596,5	1.311,8	168,0	316,9	267,4	435,3	192,7
Renta variable euro	8.617,2	2.457,8	2.369,9	452,4	534,0	594,8	453,7	418,8
Renta variable internacional	8.657,3	2.165,3	3.303,3	625,5	981,8	2.521,1	800,6	841,9
Garantizado renta fija	9.499,1	15.004,5	6.797,4	1.414,2	1.718,5	2.007,8	2.223,6	1.155,6
Garantizado renta variable	18.216,4	10.990,8	7.620,2	1.399,8	2.550,0	1.624,7	1.717,3	1.356,3
Fondos globales	20.819,0	2.548,6	2.694,4	382,9	1.581,1	507,0	601,0	631,4
De gestión pasiva	–	708,0	1.474,1	141,6	254,2	236,7	108,3	301,1
Retorno absoluto	–	3.224,0	5.053,0	1.039,3	1.349,5	1.332,4	1.289,5	1.033,6

<sup>1</sup> Datos estimados.

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

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

CUADRO 3.9

Millones de euros	2008	2009 <sup>1</sup>	2010	2010		2011		
				III	IV	I	II	III
<b>SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	-67.402,4	-12.702,3	-25.580,6	-5.056,0	-8.607,1	-765,2	-4.121,9	-2.683,0
Renta fija	-22.333,2	-7.478,8	-27.149,9	-5.962,0	-7.266,9	-5.379,3	-2.280,5	-1.211,6
Renta fija mixta	-6.222,1	2.543,2	-1.417,0	-302,3	-746,8	-814,4	-323,8	-320,6
Renta variable mixta	-3.325,4	-461,1	-90,0	-79,4	-75,8	-61,2	-128,4	-112,0
Renta variable euro	-5.759,2	-274,0	-696,9	-185,9	-206,2	-16,4	59,0	52,9
Renta variable internacional	-5.347,7	764,2	1.152,1	178,3	255,5	-61,8	-45,7	-516,4
Garantizado renta fija	2.437,9	-3.249,1	4.716,0	2.045,5	712,1	5.631,2	531,1	1.077,6
Garantizado renta variable	-11.671,7	-5.401,7	-2.500,1	-648,1	-1.238,0	-1.016,9	-1.288,1	-963,7
Fondos globales	-15.181,0	205,8	323,6	-6,6	266,4	997,6	247,1	-84,7
De gestión pasiva	-	-172,5	-790,3	-160,3	-219,6	-11,6	-10,8	206,6
Retorno absoluto	-	821,7	871,7	64,6	-87,7	-52,6	-881,9	-810,9
<b>RENDIMIENTOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	-11.988,0	8.389,8	135,7	2.418,2	-115,4	1.280,9	47,2	-3.623,8
Renta fija	1.927,7	1.535,3	64,5	409,7	-218,4	330,4	164,9	-9,4
Renta fija mixta	-716,8	507,9	-56,4	148,0	-44,2	65,4	5,6	-215,5
Renta variable mixta	-1.589,0	529,9	-53,4	158,1	29,1	75,2	-10,5	-336,2
Renta variable euro	-5.172,6	1.477,1	-254,1	509,2	59,6	319,2	-26,9	-1.129,3
Renta variable internacional	-4.092,4	1.309,0	877,4	342,8	578,2	-79,3	-98,8	-1.206,8
Garantizado renta fija	597,6	830,5	-170,4	229,7	-327,4	273,0	127,2	422,7
Garantizado renta variable	-1.310,4	1.024,0	-392,8	266,4	-315,5	151,9	-65,8	-164,0
Fondos globales	-1.632,1	272,2	123,1	109,4	80,0	43,8	-10,7	-479,1
De gestión pasiva	-	657,8	-109,7	144,7	3,5	81,9	-9,9	-309,0
Retorno absoluto	-	246,4	107,7	100,2	42,6	19,3	-27,9	-197,3

<sup>1</sup> El dato para los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto corresponde a los tres últimos trimestres del año.

**Detalle de los rendimientos netos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo**

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2008	2009 <sup>1</sup>	2010	2010		2011		
				III	IV	I	II	III
<b>RENDIMIENTOS DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	-4,09	6,13	1,09	1,82	0,17	0,89	0,27	-2,45
Renta fija	2,53	2,69	0,78	0,81	-0,18	0,62	0,51	0,14
Renta fija mixta	-5,75	9,34	0,61	2,13	-0,25	0,95	0,41	-3,33
Renta variable mixta	-23,30	16,44	0,11	4,95	1,19	2,16	0,16	-10,57
Renta variable euro	-47,02	31,02	-3,05	9,84	1,62	5,73	0,15	-22,4
Renta variable internacional	-49,55	33,16	14,8	5,48	8,11	-0,98	-0,68	-17,26
Garantizado renta fija	3,39	4,10	-0,11	1,05	-1,18	0,94	0,44	1,44
Garantizado renta variable	-1,88	5,08	-0,46	1,44	-1,07	0,71	0,01	-0,54
Fondos globales	-7,36	10,82	4,15	2,97	2,17	0,88	0,13	-8,51
De gestión pasiva	-	-	-2,50	6,43	0,41	3,74	-0,21	-13,81
Retorno absoluto	-	-	2,49	1,48	0,8	0,23	-0,07	-2,60
<b>GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	0,87	0,87	0,91	0,23	0,24	0,23	0,23	0,23
Renta fija	0,58	0,63	0,65	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16
Renta fija mixta	1,14	1,14	1,20	0,30	0,30	0,29	0,29	0,28
Renta variable mixta	1,54	1,58	1,65	0,41	0,41	0,40	0,39	0,39
Renta variable euro	1,60	1,75	1,78	0,45	0,45	0,44	0,44	0,46
Renta variable internacional	1,69	1,79	1,84	0,45	0,50	0,44	0,43	0,44
Garantizado renta fija	0,49	0,65	0,62	0,16	0,17	0,16	0,18	0,19
Garantizado renta variable	1,29	1,26	1,24	0,30	0,31	0,30	0,30	0,32
Fondos globales	1,04	1,08	1,06	0,27	0,30	0,29	0,27	0,27
De gestión pasiva	-	-	0,72	0,18	0,19	0,19	0,18	0,17
Retorno absoluto	-	-	1,06	0,26	0,28	0,29	0,26	0,25
<b>GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO</b>								
Total fondos de inversión	0,08	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,09	0,09	0,10	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable mixta	0,11	0,10	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable euro	0,10	0,10	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable internacional	0,12	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,07	0,08	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,11	0,11	0,10	0,02	0,03	0,02	0,02	0,02
Fondos globales	0,09	0,08	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	-	-	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Retorno absoluto	-	-	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

<sup>1</sup> No se incluye la rentabilidad anual de los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto ya que esa vocación entró en vigor con la Circular 1/2009, a partir del segundo trimestre de 2009.

**Rentabilidad de los fondos de inversión: detalle por tipo de fondo**

CUADRO 3.11

En %	2008	2009 <sup>1</sup>	2010	2010		2011		
				III	IV	I	II	III
Total fondos de inversión	-4,21	5,73	0,35	1,64	-0,04	0,95	0,03	-2,37
Renta fija	2,06	1,91	0,11	0,63	-0,35	0,63	0,33	0,01
Renta fija mixta	-7,14	6,85	-0,54	1,82	-0,56	0,9	0,09	-3,47
Renta variable mixta	-22,21	16,47	-0,98	4,67	0,78	2,23	-0,31	-10,13
Renta variable euro	-39,78	32,41	-2,94	10,11	1,27	6,11	-0,45	-19,67
Renta variable internacional	-41,71	37,28	14,22	5,35	8,01	-0,49	-1,15	-15,70
Garantizado renta fija	3,29	3,81	-0,67	0,89	-1,28	0,89	0,36	1,28
Garantizado renta variable	-2,61	3,56	-1,79	1,20	-1,45	0,71	-0,48	-0,76
Fondos globales	-8,64	10,90	3,22	2,80	1,87	0,98	-0,14	-8,10
De gestión pasiva	-	-	-2,36	6,32	0,31	3,74	-0,30	-13,94
Retorno absoluto	-	-	1,53	1,17	0,58	0,28	-0,35	-2,71

<sup>1</sup> No se incluye la rentabilidad anual de los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto ya que esa vocación entró en vigor con la Circular 1/2009, a partir del segundo trimestre de 2009.

**IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre**

CUADRO 3.12

	2008	2009	2010	2010		2011		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Partícipes	1.589	1.917	1.852	1.925	1.852	1.958	2.022	2.060
Patrimonio (millones de euros)	539,4	652,0	646,2	639,3	646,2	693,5	738,9	714,6
Suscripciones (millones de euros)	390,4	248,7	236,6	21,2	31,0	56,0	58,5	22,9
Reembolsos (millones de euros)	258,3	198,3	268,6	73,2	42,6	20,2	27,8	7,5
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	132,7	50,4	-32,0	-52,1	-11,6	35,9	30,7	15,4
Rendimientos netos (millones euros)	-39,1	62,2	26,3	17,4	18,4	11,5	3,0	-39,8
Rentabilidad (en %)	-4,82	14,94	5,37	2,97	3,11	1,79	0,51	-5,00
Rendimientos de gestión (%) <sup>2</sup>	-2,51	13,76	6,33	3,24	3,45	2,38	0,92	-5,21
Gastos comisión de gestión (%) <sup>2</sup>	2,50	2,55	1,91	0,47	0,49	0,48	0,41	0,25
Gastos de financiación (%) <sup>2</sup>	0,16	0,11	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,01
<b>IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Partícipes	8.516	5.321	4.404	4.901	4.404	4.240	4.137	4.087
Patrimonio (millones de euros)	1.021,3	810,2	694,9	726,8	694,9	667,2	636,1	624,8
Suscripciones (millones de euros)	967,3	302,4	47,9	13,9	10,4	2,3	4,2	-
Reembolsos (millones de euros)	700,9	585,4	184,8	23,7	57,2	29,9	28,4	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	266,4	-283,0	-136,9	-9,8	-46,8	-27,6	-24,3	-
Rendimientos netos (millones euros)	-245,7	71,9	21,7	-1,3	14,9	-0,14	-6,8	-
Rentabilidad (en %)	-17,8	7,85	3,15	-0,1	2,13	-0,01	-1,03	-1,24
Rendimientos de gestión (%) <sup>3</sup>	-17,84	11,54	4,38	0,14	2,46	0,36	-0,69	-
Gastos comisión de gestión (%) <sup>3</sup>	1,63	1,34	1,25	0,31	0,32	0,31	0,32	-
Gastos comisión de depósito (%) <sup>3</sup>	0,11	0,11	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	-

1 Datos disponibles: agosto de 2011. Rentabilidad calculada para el periodo junio-agosto.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

**SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado<sup>1</sup>**

CUADRO 3.13

	2008	2009	2010	2010		2011		
				IV	I	II	III	IV <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE CARTERAS</b>								
Fondos de inversión	2.943	2.593	2.429	2.429	2.436	2.410	2.356	2.349
Sociedades de inversión	3.240	3.135	3.068	3.068	3.059	3.024	3.015	3.014
IIC de IIC de inversión libre	40	38	32	32	29	28	28	28
IIC de inversión libre	24	28	31	32	32	35	36	35
Fondos de inversión inmobiliaria	9	8	8	8	8	8	6	6
Sociedades de inversión inmobiliaria	9	8	8	8	8	8	9	8
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)</b>								
Fondos de inversión	175.865,5	170.547,7	143.918,2	143.918,2	144.428,0	140.351,3	134.033,7	134.143,1
Sociedades de inversión	23.656,1	24.952,8	25.361,3	25.361,3	25.835,9	25.399,1	23.321,3	23.872,8
IIC de IIC de inversión libre <sup>3</sup>	1.021,3	810,2	694,9	694,9	667,2	636,1	624,8	-
IIC de inversión libre <sup>3</sup>	539,4	652,0	643,5	643,5	666,3	710,4	682,7	-
Fondos de inversión inmobiliaria	7.406,9	6.465,1	6.115,6	6.115,6	6.083,3	5.995,5	4.597,3	4.552,7
Sociedades de inversión inmobiliaria	371,9	308,5	321,9	321,9	320,3	318,2	1.663,4	316,7

1 A partir del II trimestre 2009, se considera gestionado por SGIIC el 100% del patrimonio de las SICAV cogestionadas por SGIIC y otra/s distintas de SGIIC.

2 Datos disponibles: octubre de 2011.

3 Datos disponibles para el tercer trimestre de 2011: agosto de 2011.

## IIC extranjeras comercializadas en España<sup>1</sup>

CUADRO 3.14

	2008	2009	2010	2010		2011		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
<b>VOLUMEN DE INVERSIÓN<sup>3</sup> (millones de euros)</b>								
Total	18.254,8	25.207,2	36.692,9	32.826,7	36.692,9	37.636,4	35.582,2	30.967,3
Fondos	3.352,0	5.215,1	8.535,9	7.650,1	8.535,9	8.092,4	7.303,2	6.446,0
Sociedades	14.902,8	19.992,0	28.156,9	25.176,6	28.156,9	29.544,0	28.279,0	24.521,3
<b>Nº DE INVERSORES</b>								
Total	593.488	685.094	865.767	811.553	865.767	855.877	856.882	803.801
Fondos	102.922	139.102	193.233	186.804	193.233	197.965	195.525	185.665
Sociedades	490.566	545.992	666.534	624.749	666.534	657.912	661.357	618.136
<b>Nº DE INSTITUCIONES</b>								
Total	563	582	660	652	660	669	695	695
Fondos	312	324	379	376	379	383	395	395
Sociedades	251	258	281	276	281	286	300	300
<b>ESTADO DE ORIGEN</b>								
Luxemburgo	274	275	290	287	290	292	298	298
Francia	161	178	225	222	225	229	239	241
Irlanda	63	64	75	74	75	77	84	82
Alemania	16	17	20	20	20	20	21	21
Reino Unido	14	14	16	15	16	17	19	19
Holanda	1	1	1	1	1	1	1	1
Austria	28	27	27	27	27	27	27	27
Bélgica	5	5	5	5	5	5	5	5
Malta	1	1	1	1	1	1	1	1

1 No se incluyen los datos de volumen de inversión y número de inversores de los ETF.

2 Datos provisionales.

3 Volumen de inversión: Importe resultante de multiplicar el número de acciones o participaciones en poder de los inversores, al final del periodo, por su valor en euros en dicha fecha.

## Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias<sup>1</sup>

CUADRO 3.15

	2008	2009	2010	2010		2011		
				IV	I	II	III	IV <sup>2</sup>
<b>FONDOS</b>								
Número	9	8	7	7	7	7	6	6
Participes	97.390	83.583	75.280	75.280	33.747	31.963	31.412	31.682
Patrimonio (millones de euros)	7.406,9	6.465,1	6.115,6	6.115,6	6.083,3	5.995,5	4.597,3	4.552,7
Rentabilidad (%)	0,69	-8,31	-4,74	-0,9	-0,66	-0,65	-1,03	-0,31
<b>SOCIEDADES</b>								
Número	9	8	8	8	8	8	9	8
Accionistas	937	928	943	943	943	943	944	943
Patrimonio (millones de euros)	371,9	308,6	321,9	321,9	320,3	318,2	1.663,4	316,7

1 IIC que han remitido estados reservados, no incluye aquellas en proceso de disolución o liquidación.

2 Datos disponibles: octubre de 2011. En este caso, la rentabilidad es mensual.





