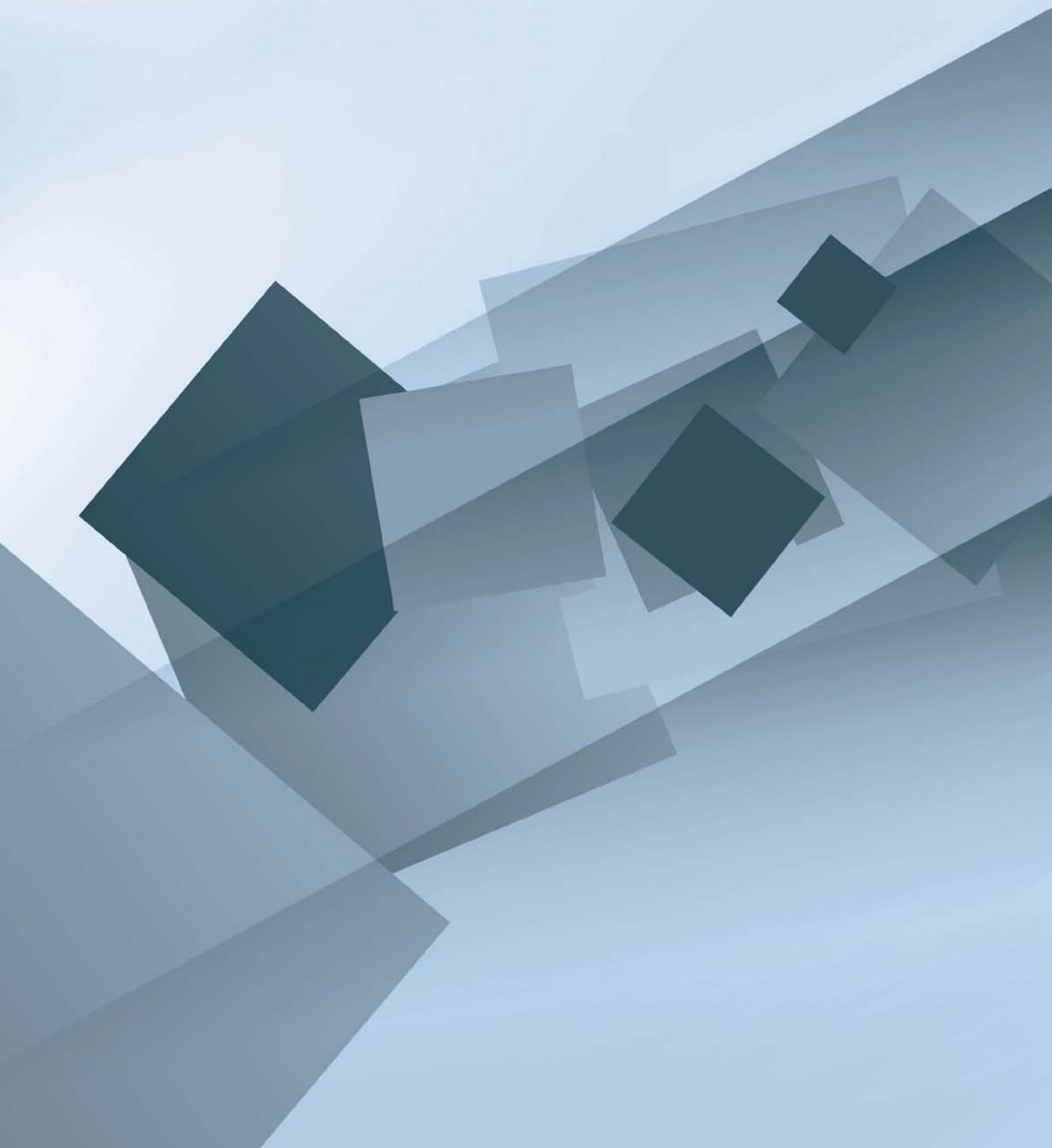




BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre IV
2012



BOLETÍN DE LA CNMV

**Trimestre IV
2012**

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.

© 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.L.

Índice

I	Informe de coyuntura de mercados	9
II	Informes y análisis	47
	Evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en el primer semestre de 2012	49
	Óscar Casado Galán y Juan Ignacio Luengo Crespo	
III	Novedades regulatorias	73
	Iniciativas recientes en la regulación europea de los mercados de valores: la respuesta a la crisis financiera y la revisión de las grandes directivas	75
	M ^a Julia Rodríguez de Agüero Delgado	
	Directrices de ESMA relativas a determinados aspectos de los requisitos del órgano de verificación del cumplimiento de la MiFID	107
	Sonia Martínez Camarena	
IV	Anexo legislativo	119
V	Anexo estadístico	133

Siglas y acrónimos

AAPP	Administraciones Públicas
ABS	Asset-Backed Security
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
CCC	Cámara de contrapartida central
CDS	Credit Default Swap
CE	Comisión Europea
CEBS	Comité de Supervisores Bancarios Europeos / Committee of European Banking 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
ECC	Entidad de contrapartida central
ECR	Entidad de capital-riesgo
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación / European Insurance and Occupational Pensions Authority
ESFS	Sistema Europeo de Supervisores Financieros / European System of Financial Supervisors
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
ETF	Fondo de inversión cotizado / Exchange-Traded Fund
FCR	Fondo de capital-riesgo
FI	Fondo de inversión de carácter financiero
FII	Fondo de inversión inmobiliaria
FIICIL	Fondo de instituciones de inversión colectiva de inversión libre
FIL	Fondo de inversión libre
FIM	Fondo de inversión mobiliaria
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera / Financial Stability Board
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
IIC	Instituciones de inversión colectiva
IICIL	Instituciones de inversión colectiva de inversión libre
IIMV	Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores / International Organization of Securities Commissions
ISIN	Código internacional de valores / International Securities Identification Number

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

Índice

1	Panorámica general	13
2	Entorno financiero exterior	16
2.1	Tipos de interés a corto plazo	16
2.2	Tipos de cambio	18
2.3	Tipos de interés a largo plazo	19
2.4	Las bolsas internacionales	24
3	Evolución reciente de los mercados financieros nacionales	30
3.1	Mercados de renta fija	30
3.2	Mercados de renta variable	37

1 Panorámica general

El entorno macroeconómico y financiero internacional ha mostrado algunos síntomas de mejoría a lo largo de la segunda mitad del año. El avance de la actividad económica sigue siendo débil en un conjunto amplio de economías, pero se aprecia un descenso de las tensiones en los mercados financieros internacionales, tras el último episodio de turbulencias en los mercados de deuda europeos de mediados de año. El tono de la política monetaria en las principales economías avanzadas continúa siendo expansivo, en línea con la ausencia de presiones inflacionistas. La necesidad de asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo continúa siendo un reto que afecta a diferentes economías, no solo europeas. En el contexto específico de la crisis de deuda europea, la reducción de las tensiones ha sido notable desde septiembre, tras el anuncio de los detalles del programa de compra de deuda soberana del BCE bajo determinadas condiciones, pero aún existen ciertos elementos de fragilidad.

En los mercados internacionales de deuda, el descenso de la incertidumbre a lo largo del segundo semestre de 2012¹ se tradujo en disminuciones notables de las rentabilidades de la deuda soberana a largo plazo de las economías europeas más frágiles, mientras que las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo de las economías más sólidas (EEUU, Alemania y Reino Unido) se mantuvieron en niveles históricamente reducidos, al conservar estos instrumentos su carácter de activo refugio. En cuanto a los volúmenes de deuda emitidos en los mercados, cabe señalar la ligera moderación de las emisiones de deuda soberana, en consonancia con los procesos de consolidación fiscal en curso, y el contraste, a ambos lados del Atlántico, entre la contracción de las emisiones netas de deuda de las entidades financieras y el fuerte incremento de las realizadas por las sociedades no financieras, especialmente en el segmento de largo plazo.

En los mercados internacionales de renta variable, tras los fuertes descensos de las cotizaciones a lo largo del segundo trimestre del año, se observaron revalorizaciones notables en casi todos los índices de referencia en la segunda mitad de 2012. En el conjunto del año, los crecimientos de los principales índices de referencia eran superiores al 10% en casi todas las plazas, en un contexto de volatilidad reducida y notable descenso de la contratación.

En España, los datos de actividad más recientes, correspondientes al tercer trimestre del año, revelaron un descenso del PIB del 0,3% en términos trimestrales y del 1,6% en términos interanuales (-0,1% y -0,6%, respectivamente, en la zona del euro). Las previsiones de los principales organismos internacionales apuntan a retrocesos cer-

1 La fecha de cierre del informe es el 15 de diciembre.

canos al 1,5% hasta 2013. Por su parte, la inflación, que se había mantenido relativamente estable en tasas de variación cercanas al 2% en la primera mitad de año, se incrementó con fuerza posteriormente como consecuencia del aumento del IVA y de algunos precios administrados. El mercado laboral continuó mostrando notables síntomas de debilidad, al mantener una tasa de paro por encima del 25% de la población activa y caídas del empleo cercanas al 4,5%. Finalmente, cabe señalar el mantenimiento del intenso proceso de consolidación de las finanzas públicas de la economía.

La evolución de los mercados financieros domésticos a lo largo del año ha estado notablemente condicionada por las turbulencias originadas en el marco de la crisis de deuda europea, agravada desde los meses de primavera por las dudas en torno al grado de saneamiento del sector bancario español, para el que el Gobierno español solicitó asistencia financiera el 25 de junio. En los mercados de deuda, el tipo de interés del bono soberano a diez años alcanzó máximos del 7,6% a finales de julio y el diferencial de tipos de interés con el bono alemán llegó a situarse en 635 p.b. Con posterioridad ambas magnitudes tendieron a reducirse sensiblemente, con más intensidad desde septiembre, tras el anuncio de los detalles del programa de compra de deuda soberana por parte del BCE. Así, a mediados de diciembre, el tipo de interés del bono a diez años se situaba en el 5,4% y el diferencial de tipos de interés con el bono alemán, en 404 p.b.

En este marco, el volumen total de emisiones de renta fija registradas en la CNMV en 2012 ascendió a 314 mil millones de euros, lo que supone un incremento del 8,8% respecto a la cifra total de 2011. Cabe señalar el incremento de las emisiones de bonos simples, mayoritariamente avalados por el Estado, de cédulas hipotecarias y de pagarés. Estos últimos ejercieron una competencia notable sobre los depósitos bancarios a lo largo de los últimos meses. La proporción de las emisiones de renta fija retenidas por las entidades financieras, que mayoritariamente se utilizan como garantía en diferentes operaciones para obtener financiación, continuó siendo elevada.

Los mercados de renta variable no fueron ajenos a las turbulencias originadas en los mercados de deuda ni a la debilidad de la actividad económica doméstica. Por ello, a pesar de la notable revalorización de las acciones españolas a lo largo de la segunda mitad del año, en el conjunto de 2012 se observan retrocesos en los precios de estos instrumentos que contrastan con los avances observados en otras plazas europeas. El Ibex 35 perdía más de un 6% de su valor a mediados de diciembre en relación con los valores de finales de 2011. Las condiciones de liquidez en el mercado empeoraron ligeramente tras la introducción de la prohibición de la operativa relacionada con las ventas en corto en el mes de julio y el volumen de contratación se redujo sensiblemente, todo ello en un marco de notable descenso de los volúmenes contratados en las principales plazas internacionales. La volatilidad del Ibex 35, que se incrementó hasta niveles cercanos al 50% a finales de julio, se situaba al finalizar el año en valores inferiores al 20%.

	I 12	II 12	III 12	IV 12 ⁸
Tipos de interés a corto plazo (%)¹				
Tipo de interés oficial	1,00	1,00	0,75	0,75
Euríbor 3 meses	0,86	0,66	0,25	0,19
Euríbor 12 meses	1,50	1,22	0,74	0,56
Tipos de cambio²				
Dólar / euro	1,34	1,26	1,29	1,31
Yen / euro	110	100,1	100,4	109,6
Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo³				
Alemania				
3 años	0,29	0,16	0,08	0,01
5 años	0,88	0,52	0,46	0,34
10 años	1,88	1,43	1,52	1,34
EEUU				
3 años	0,50	0,39	0,34	0,33
5 años	1,01	0,71	0,66	0,64
10 años	2,16	1,61	1,70	1,64
Primas de riesgo de la deuda privada: diferencial respecto a la deuda pública a 10 años (p.b.)³				
Zona del euro				
<i>High yield</i>	536	643	500	428
BBB	159	173	112	70
AAA	-84	-124	-121	-83
EEUU				
<i>High yield</i>	546	642	541	521
BBB	195	244	190	172
AAA	30	46	38	30
Mercados de renta variable				
Rentabilidad de los principales índices bursátiles internacionales (%) ⁴				
Euro Stoxx 50	6,9	-8,6	8,4	7,2
Dow Jones	8,1	-2,5	4,3	-2,2
Nikkei	19,3	-10,7	-1,5	9,8
Rentabilidad de otros índices (%)				
Merval (Argentina)	9,0	-12,6	4,5	10,0
Bovespa (Brasil)	13,7	-15,7	8,9	0,7
Shangai Comp. (China)	2,9	-1,7	-6,3	3,1
BSE (India)	15,6	-0,7	8,0	3,9
Mercado bursátil español				
Rentabilidad del Ibex 35 (%)	-6,5	-11,3	8,5	4,1
PER del Ibex 35 ⁵	9,7	8,6	11,1	11,0
Volatilidad del Ibex 35 (%) ⁶	25,1	38,7	34,4	23,0
Contratación en el SIBE ⁷	2.702	3.186	2.345	2.499

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.

3 Promedio mensual de datos diarios.

4 Se ofrecen las rentabilidades trimestrales acumuladas en cada periodo.

5 Ratio precio - beneficios (*price/earnings ratio*).

6 Volatilidad implícita *at the money* (ATM) del primer vencimiento al final del periodo. Media aritmética del trimestre.

7 Promedio diario, en millones de euros.

8 Con datos hasta el 15 de diciembre.

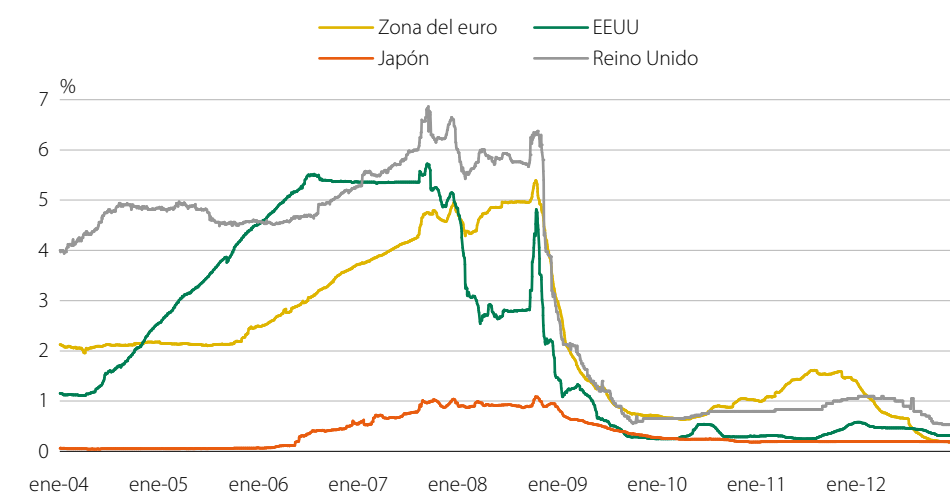
2 Entorno financiero exterior

2.1 Tipos de interés a corto plazo

La debilidad de la actividad económica internacional, junto con la ausencia de presiones inflacionistas, permitió que los tipos de interés a corto plazo de las principales áreas económicas avanzadas continuaran disminuyendo a lo largo del segundo semestre de 2012, aunque en cuantía inferior a la de trimestres anteriores, dado su reducido nivel de partida (véase gráfico 1). Los mayores descensos se produjeron en la zona del euro, en consonancia con la rebaja del tipo de interés oficial efectuado por el BCE el 5 de julio, de 25 p.b., hasta el 0,75%. En el resto de las áreas avanzadas, los tipos de interés oficiales permanecieron sin cambios entre julio y diciembre de 2012: el 0-0,25% en EEUU, el 0,5% en el Reino Unido y el 0,10% en Japón.

Tipos de interés a tres meses

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de diciembre.

Como se observa en el cuadro 1, los tipos de interés a corto plazo en la zona del euro descendieron más de 50 p.b. en la segunda mitad de 2012 y más de 120 p.b. en el conjunto del año. En los plazos de tres, seis y doce meses, los tipos se situaban a finales de 2012 en el 0,2%, el 0,3% y el 0,6%, respectivamente. En el Reino Unido el descenso de los tipos de interés a corto plazo en el año también fue notable, al oscilar entre los 52 p.b. y los 90 p.b. En EEUU, los tipos se redujeron en promedio en 25 p.b., hasta situarse en el 0,3%, el 0,5% y el 0,9% en los plazos de tres, seis y doce meses, respectivamente. En Japón, con descensos inferiores a 5 p.b. en 2012, los tipos de interés se mantenían en el 0,2%, el 0,3% y el 0,5% en los plazos contemplados.

Tipos de interés a corto plazo¹ (%)

CUADRO 2

	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	mar-12	jun-12	sep-12	dic-12
Zona del euro								
Oficial ²	1,00	1,00	1,00	0,75	1,00	1,00	0,75	0,75
3 meses	0,71	1,02	1,43	0,19	0,86	0,66	0,25	0,19
6 meses	1,00	1,25	1,67	0,33	1,16	0,93	0,48	0,33
12 meses	1,24	1,53	2,00	0,56	1,50	1,22	0,74	0,56
EEUU								
Oficial ³	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3 meses	0,25	0,30	0,56	0,31	0,47	0,47	0,39	0,31
6 meses	0,45	0,46	0,78	0,52	0,74	0,74	0,67	0,52
12 meses	1,00	0,78	1,10	0,85	1,05	1,07	1,00	0,85
Reino Unido								
Oficial	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
3 meses	0,65	0,80	1,05	0,53	1,06	0,94	0,67	0,53
6 meses	0,95	1,05	1,40	0,70	1,38	1,23	0,93	0,70
12 meses	1,45	1,50	1,90	1,00	1,92	1,76	1,38	1,00
Japón								
Oficial ⁴	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
3 meses	0,28	0,18	0,20	0,18	0,20	0,20	0,19	0,18
6 meses	0,48	0,35	0,34	0,29	0,34	0,34	0,32	0,29
12 meses	0,70	0,57	0,55	0,50	0,55	0,55	0,54	0,50

Fuente: Thomson Datastream.

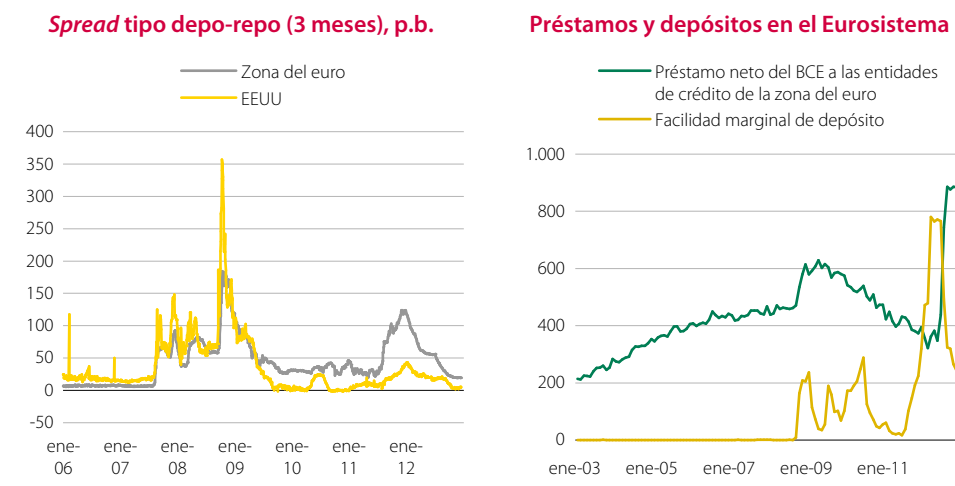
1 Promedio mensual de datos diarios, excepto los tipos oficiales, que corresponden al último día del periodo. Datos hasta el 15 de diciembre.

2 Tipo mínimo de puja de la subasta semanal.

3 Tipo de los fondos federales.

4 Tipo de la política monetaria.

En los mercados interbancarios, donde los volúmenes de negociación continuaron siendo reducidos, los diferenciales de tipos de interés entre las operaciones depo y repo en la zona del euro y en EEUU siguieron una evolución descendente prácticamente a lo largo de todo el año, incluso en los momentos de mayores turbulencias en los mercados de deuda, a finales del mes de julio. Como se observa en el panel izquierdo del gráfico 2, en el plazo de tres meses, estos diferenciales finalizaban el ejercicio en valores cercanos a los 20 p.b. en la zona del euro y a los cinco p.b. en EEUU. Sin embargo, la financiación a través de los mercados financieros de las entidades bancarias de la zona del euro continuó siendo compleja en el marco de la crisis de deuda, dando lugar a un fuerte incremento en la apelación de estas entidades a la financiación del Eurosistema. Como se observa en el panel derecho del gráfico 2, el préstamo (neto de depósitos) que obtuvieron estas entidades se incrementó en los meses centrales del año hasta niveles superiores a los 800 mil millones de euros. El grueso de esta financiación se concentraba en la banca española, en la italiana y en la griega. Por su parte, destaca el fuerte descenso del recurso a la facilidad de depósito desde los máximos superiores a los 770 mil millones de euros, en mayo, hasta los 240 mil millones en noviembre.



Fuente: Thomson Datastream y Banco de España.

En relación a las expectativas sobre los tipos de interés oficiales a corto plazo en la zona del euro y en EEUU, la información disponible a mediados de diciembre de 2012 sobre los tipos de interés *forward* a tres meses apuntaba a su mantenimiento en los próximos doce meses (véase cuadro 3).

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

CUADRO 3

%	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	mar-12	jun-12	sep-12	dic-12
Zona del euro								
Contado	0,70	1,01	1,36	0,18	0,78	0,65	0,22	0,18
FRA 3x6	0,82	1,04	1,06	0,15	0,67	0,52	0,18	0,15
FRA 6x9	1,21	1,13	0,93	0,15	0,69	0,48	0,19	0,15
FRA 9x12	1,61	1,23	0,90	0,16	0,70	0,50	0,23	0,16
FRA 12x15	1,90	1,34	0,91	0,20	0,77	0,53	0,25	0,20
EEUU								
Contado	0,25	0,30	0,58	0,31	0,47	0,46	0,36	0,31
FRA 3x6	0,42	0,39	0,65	0,29	0,47	0,49	0,31	0,29
FRA 6x9	0,77	0,47	0,71	0,30	0,50	0,50	0,32	0,30
FRA 9x12	1,23	0,61	0,75	0,32	0,52	0,53	0,34	0,32
FRA 12x15	1,59	0,78	0,75	0,35	0,56	0,55	0,35	0,35

Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos a final de periodo. Datos hasta el 15 de diciembre.

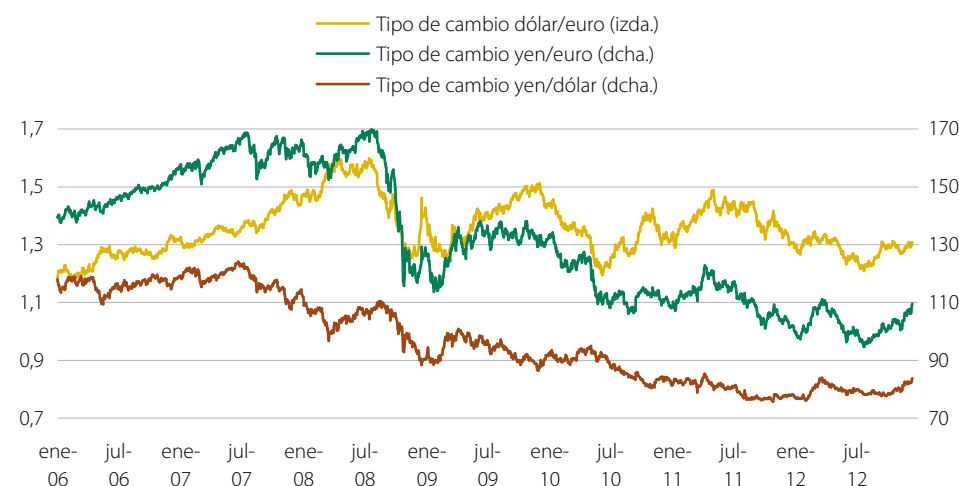
2.2 Tipos de cambio

En los mercados de cambio, el euro, que se había depreciado frente al dólar con cierta intensidad entre marzo y julio, desde valores cercanos a 1,33 dólares por euro hasta valores de 1,20 dólares por euro, coincidiendo con el incremento de las turbulencias en los mercados de deuda europeos, tendió a apreciarse con posterioridad. El anuncio por parte del BCE del programa de compra de deuda soberana europea bajo determinadas condiciones permitió la recuperación del tipo de cambio hasta niveles

de 1,30 dólares por euro, que se han mantenido a lo largo de las últimas semanas del año (véase gráfico 3). Frente al yen, el tipo de cambio del euro pasó de valores superiores a los 110 yenes por euro, en marzo, a valores por debajo de los 95 yenes por euro a finales de julio. A finales del año, el tipo de cambio recuperaba nuevamente valores de 110 yenes por euro.

Tipo de cambio dólar/euro y yen/euro

GRÁFICO 3



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de diciembre.

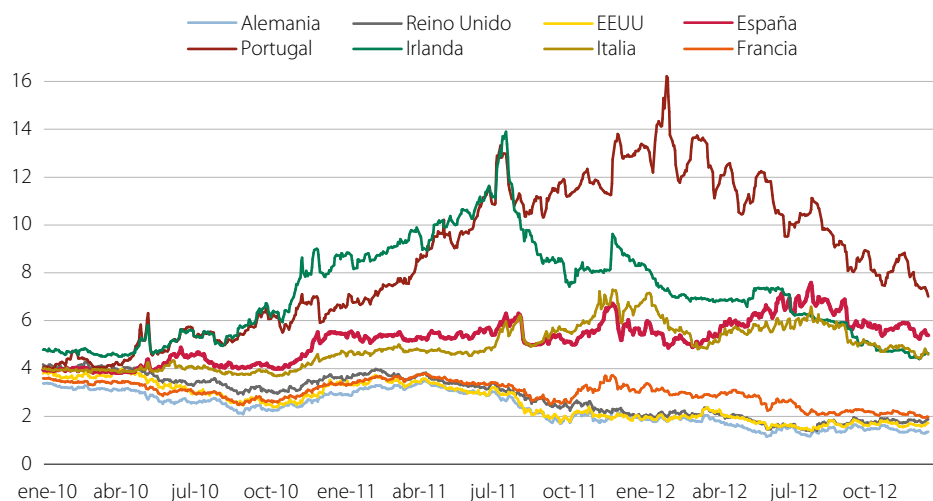
2.3 Tipos de interés a largo plazo

Las tensiones asociadas a la crisis de deuda soberana en Europa, que alcanzaron máximos a finales de julio y dieron lugar a incrementos notables en los tipos de interés de las economías sometidas a un grado de incertidumbre mayor, en particular en España y en Italia, tendieron a reducirse con posterioridad. El anuncio de los detalles del programa de compra de deuda soberana del BCE en el mes de septiembre, junto con otras medidas de carácter nacional, permitió que los tipos de interés a largo plazo de España e Italia y de las economías europeas que habían obtenido asistencia financiera por parte de la UE descendieran de forma significativa. En España, los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo descendieron desde el 7,6% a finales de julio hasta el 5,4% a finales de año, y en Italia lo hicieron desde el 6,6% hasta el 4,6%. También es destacable la disminución del tipo de interés de los bonos soberanos portugués e irlandés a diez años, que en los últimos días del año se situaban en el 7% y el 4,6% respectivamente, unos niveles muy alejados de sus máximos históricos alcanzados en anteriores momentos de turbulencias en los mercados de deuda (véase gráfico 4).

Como se observa en el cuadro 4, los tipos de interés a largo plazo de las economías más sólidas (EEUU, Alemania y Reino Unido) permanecieron en niveles muy reducidos a lo largo del segundo semestre del año. En particular, destacan los niveles históricamente reducidos de la deuda soberana alemana, que en los plazos de diez, cinco y tres años finalizaron el año en niveles del 1,34%, el 0,34% y el 0,01%, respectivamente. Aunque la ausencia de presiones inflacionistas en estas economías ha presionado a la baja a los tipos de interés, el papel de activo refugio de estos instrumentos financieros continúa siendo el elemento más relevante a la hora de explicar sus ínfimos niveles.

Rentabilidad de la deuda pública a largo plazo (diez años)

GRÁFICO 4



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de diciembre.

Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo¹

CUADRO 4

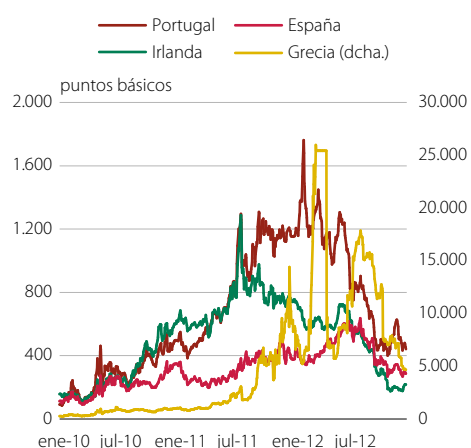
%	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	mar-12	jun-12	sep-12	dic-12
Alemania								
3 años	1,55	1,16	0,41	0,01	0,29	0,16	0,08	0,01
5 años	2,27	1,91	0,92	0,34	0,88	0,52	0,46	0,34
10 años	3,22	2,90	1,99	1,34	1,88	1,43	1,52	1,34
EEUU								
3 años	1,37	0,98	0,38	0,33	0,50	0,39	0,34	0,33
5 años	2,33	1,92	0,88	0,64	1,01	0,71	0,66	0,64
10 años	3,59	3,29	1,97	1,64	2,16	1,61	1,70	1,64
Reino Unido								
3 años	1,67	1,14	0,55	0,47	0,59	0,37	0,26	0,47
5 años	2,69	2,07	0,82	0,81	1,11	0,74	0,62	0,81
10 años	3,94	3,61	2,12	1,81	2,17	1,59	1,77	1,81
Japón								
3 años	0,21	0,25	0,18	0,12	0,17	0,12	0,12	0,12
5 años	0,47	0,46	0,34	0,17	0,32	0,21	0,20	0,17
10 años	1,26	1,18	1,00	0,69	0,99	0,83	0,79	0,69

Fuente: Thomson Datastream.

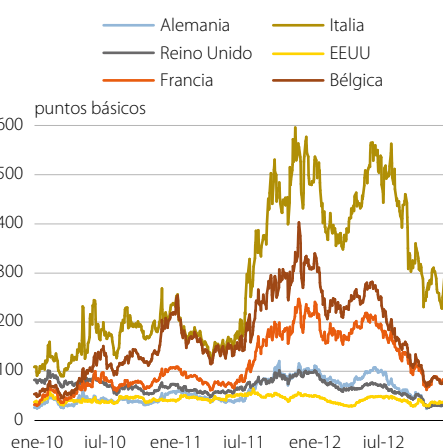
¹ Promedio mensual de datos diarios. Datos hasta el 15 de diciembre.

En este marco, las primas de riesgo de las diferentes economías europeas, que habían alcanzado máximos a finales del mes de julio, tendieron a reducirse sensiblemente en la segunda mitad del año. Este comportamiento, que fue generalizado tanto para las economías a las que la UE había prestado asistencia financiera como para las demás, tendió a atenuarse en las últimas semanas del año como consecuencia de un nuevo periodo de incertidumbre asociado a las finanzas públicas griegas. Con todo, las primas de riesgo de crédito soberano de los CDS de las principales economías finalizaban el año 2012 en niveles notablemente inferiores a los de mediados de año y a los de finales de 2011. En Portugal, la prima de riesgo se situaba en 441 p.b. a mediados de diciembre, en España en 287 p.b., en Italia en 269 p.b., en Irlanda en 218 p.b. y en Francia y Bélgica por debajo de los 90 p.b.

Economías que han solicitado asistencia financiera



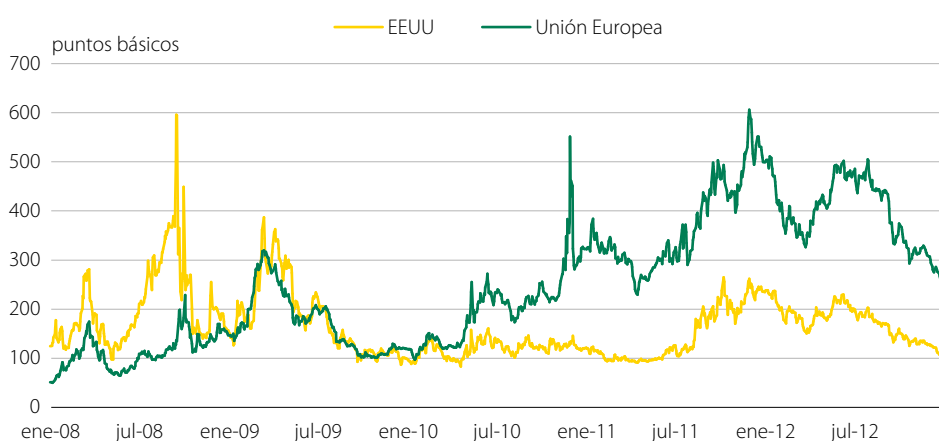
Otras economías



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de diciembre.

La incertidumbre asociada a la calidad de los activos del sistema bancario europeo, en particular del español, y a la sostenibilidad de las fuentes de financiación de estas entidades estuvo en el origen del episodio de turbulencias presente en los mercados de deuda a mediados de este año. Como se observa en el gráfico 6, la prima de riesgo de crédito del sector bancario europeo alcanzó máximos superiores a los 500 p.b. a finales de julio, aunque se redujo sensiblemente desde entonces, hasta los 276 p.b. a mediados de diciembre. Por su parte, la prima de riesgo de crédito del sector bancario estadounidense también se incrementó, aunque con menos intensidad, hasta valores superiores a los 200 p.b. a mediados de año. En diciembre, esta prima de riesgo se situaba en 110 p.b.

Primas de riesgo de crédito del sector bancario (CDS a cinco años)



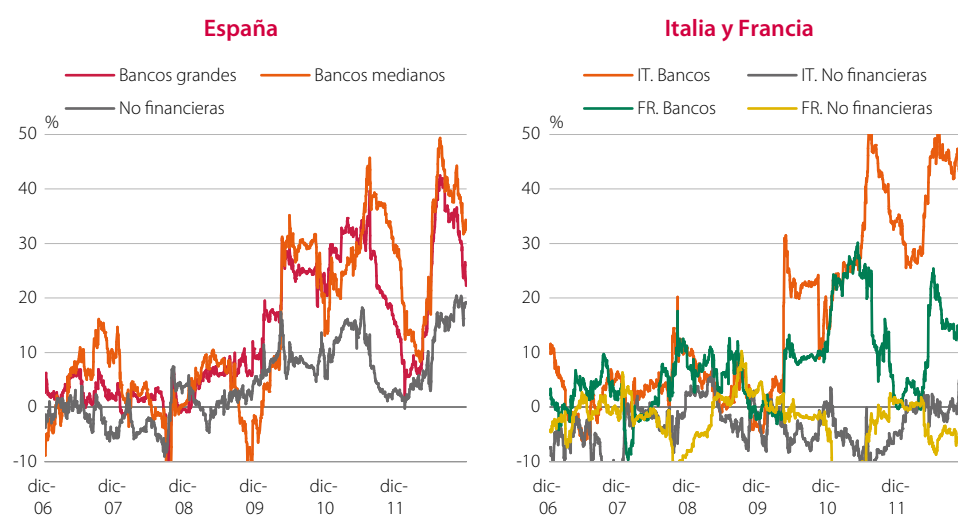
Fuente: Thomson Datastream, índices elaborados por CMA. Datos hasta el 15 de diciembre.

El descenso de las tensiones en los mercados financieros internacionales a lo largo de la segunda mitad del año vino acompañado de una reducción notable en la correlación entre los movimientos de los precios de la deuda pública nacional y de las

acciones en diferentes economías europeas. La retroalimentación entre los incrementos en la prima de riesgo soberano en algunas economías europeas y los descensos en los precios de las acciones de sus mercados domésticos ha sido un fenómeno que se ha ido intensificando en los momentos de mayores turbulencias en los mercados financieros, suscitando gran preocupación por parte de los diferentes organismos reguladores. Como se observa en el gráfico 7, que muestra una medida de correlación entre la rentabilidad de la deuda pública nacional y la de las acciones en España, Italia y Francia, el vínculo entre el sector privado, especialmente el financiero, y el sector público de estas economías se habría reducido sensiblemente desde los valores máximos observados en los meses centrales del año.

Correlación entre la rentabilidad de la deuda pública nacional y la de las acciones¹

GRÁFICO 7



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Acciones de empresas incluidas en el Eurostoxx 300. Se componen carteras equiponderadas de acciones de empresas financieras y no financieras, con precios que consideran la recapitalización de los dividendos. Para cada cartera se realiza una estimación por MCO, en ventanas móviles de seis meses, donde la variable del lado izquierdo de la ecuación es la rentabilidad (log) de la cartera de acciones y la del lado derecho la rentabilidad (log) del Eurostoxx 300 y la de una cartera larga en deudas nacionales y corta en deuda alemana (índices lboxx). El coeficiente correspondiente a la cartera de deuda pública se multiplica por la desviación típica en el periodo de estimación de la rentabilidad de la cartera de deuda pública y se divide por la desviación típica en el mismo periodo de la rentabilidad de la cartera de acciones correspondiente.

La intensificación de las turbulencias en el mercado de deuda soberana europea de mediados de año no tuvo una incidencia notable en las primas de riesgo del sector corporativo privado estadounidense y europeo (véase cuadro 5), observándose una recuperación significativa en los volúmenes de deuda emitidos por estas entidades a lo largo del segundo semestre del año. Como se puede apreciar en los paneles del gráfico 8, las emisiones netas en los mercados internacionales de deuda en 2012² superaron los 4,7 billones de dólares, lo que supone un descenso del 3,7% respecto al total emitido en 2011. Sin embargo, el origen de tal evolución, si atendemos al tipo de emisor y a la región del mismo, radica en la moderación de las emisiones de deuda soberana en EEUU y en Europa, que respondería, fundamentalmente, a las

2 Hasta el 15 de diciembre.

estrategias de consolidación fiscal puestas en marcha por las diferentes economías avanzadas. Las tensiones en los mercados continuaron afectando a las emisiones de las entidades financieras, que en términos netos seguían siendo negativas tanto en EEUU como en Europa, aunque su evolución tendió a mejorar a lo largo del año.

Primas de riesgo de la deuda privada¹

CUADRO 5

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

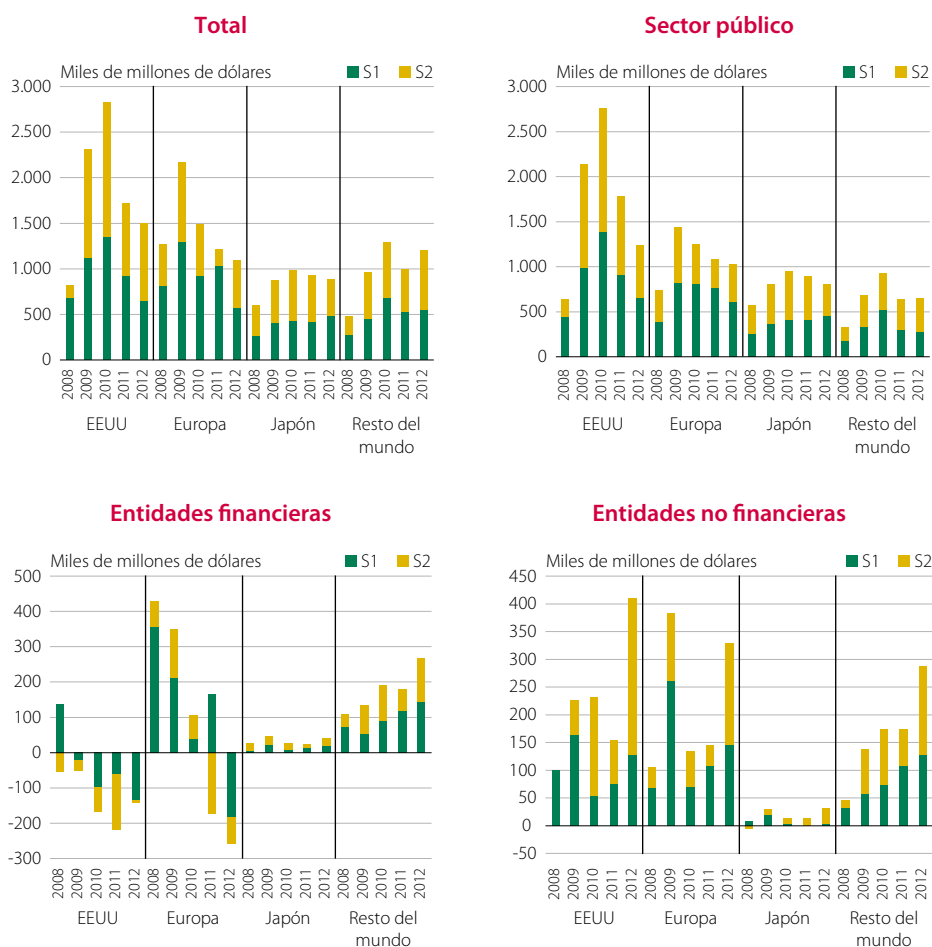
	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	mar-12	jun-12	sep-12	dic-12
Zona del euro								
High yield	714	462	739	428	536	643	500	428
BBB	242	170	287	70	159	173	112	70
AAA	28	14	-22	-83	-84	-124	-121	-83
EEUU								
High yield	582	461	683	521	546	642	541	521
BBB	189	145	261	172	195	244	190	172
AAA	51	37	98	30	30	46	38	30

Fuente: Thomson Datastream.

1 Promedio mensual de datos diarios. Datos hasta el 15 de diciembre.

Emisiones netas internacionales de renta fija

GRÁFICO 8



Fuente: Dealogic. Datos semestrales.

Por su parte, las emisiones de deuda de las entidades no financieras superaban el billón de dólares en 2012, más del doble de la cifra de 2011, con avances importantes en todas las áreas económicas relevantes. En un contexto de tipos de interés históricamente reducidos en un conjunto amplio de economías, es posible que el sustancial incremento de las emisiones corporativas se haya visto favorecido por la búsqueda de instrumentos de rentabilidad más elevada por parte de determinados inversores.

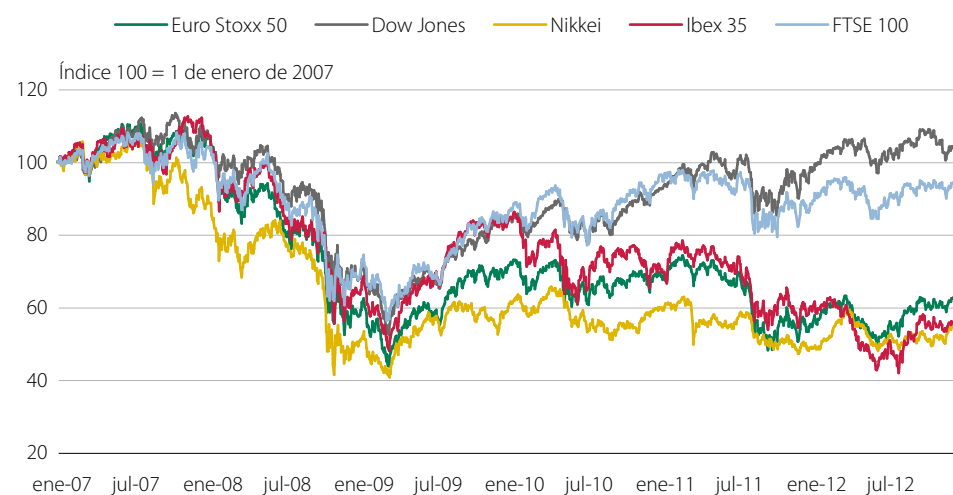
2.4 Las bolsas internacionales

Tras los fuertes descensos de las cotizaciones de los principales índices bursátiles en el segundo trimestre del año, como consecuencia de las turbulencias en los mercados de deuda soberana europea, la segunda mitad de 2012 ha venido caracterizada por incrementos notables de los precios de los instrumentos de renta variable en casi todas las plazas de referencia, en un marco de descenso significativo de la volatilidad y de la contratación (véase gráfico 9).

En el transcurso de 2012, casi todos los índices de renta variable de las economías avanzadas mostraban revalorizaciones superiores al 10% (véase cuadro 6). Únicamente los índices de renta variable de las economías europeas que se vieron más afectadas por el episodio de turbulencias de los meses centrales del año, y cuyo crecimiento de la actividad era más débil, aumentaron con menos intensidad. Entre estos últimos destaca el retroceso del índice de referencia español, el Ibex 35, superior al 6% (-13,1% en 2011 y -17,4% en 2010).

Evolución de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de diciembre.

La volatilidad de los índices bursátiles más relevantes ha permanecido prácticamente a lo largo de todo el año en niveles reducidos. Únicamente repuntó de forma moderada en los índices europeos en los meses centrales del año hasta niveles cercanos al 30%, unos valores muy alejados de los observados en otros momentos de tensiones en los mercados. A finales de 2012, la volatilidad de los principales índices se situaba ampliamente por debajo del 20% (véase gráfico 10).

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹ (%)

CUADRO 6

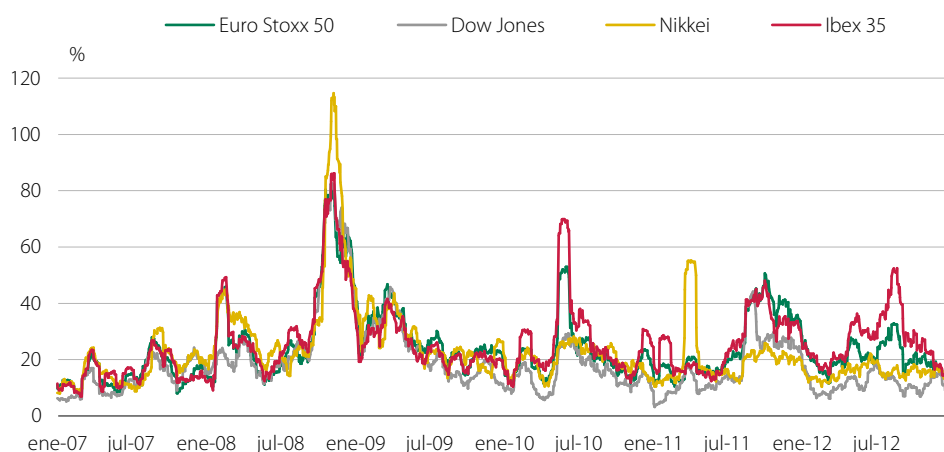
	2009	2010	2011	2012	I 12	II 12	III 12	IV 12	
								% s/ trim. ant.	% s/ 31/12/11
Mundo									
MSCI World	27,0	9,6	-7,6	12,1	10,9	-5,8	6,1	1,1	12,1
Zona del euro									
Euro Stoxx 50	21,1	-5,8	-17,1	13,6	6,9	-8,6	8,4	7,2	13,6
Euronext 100	25,5	1,0	-14,2	15,2	8,3	-4,7	5,0	6,3	15,2
Dax 30	23,8	16,1	-14,7	28,8	17,8	-7,6	12,5	5,3	28,8
Cac 40	22,3	-3,3	-17,0	15,3	8,4	-6,6	4,9	8,6	15,3
Mib 30	20,7	-8,7	-24,0	7,3	7,9	-11,3	8,6	3,2	7,3
Ibex 35	29,8	-17,4	-13,1	-6,3	-6,5	-11,3	8,5	4,1	-6,3
Reino Unido									
FTSE 100	22,1	9,0	-5,6	6,3	3,5	-3,4	3,1	3,1	6,3
Estados Unidos									
Dow Jones	18,8	11,0	5,5	7,5	8,1	-2,5	4,3	-2,2	7,5
S&P 500	23,5	12,8	0,0	12,4	12,0	-3,3	5,8	-1,9	12,4
Nasdaq-Cpte	43,9	16,9	-1,8	14,1	18,7	-5,1	6,2	-4,6	14,1
Japón									
Nikkei 225	19,0	-3,0	-17,3	15,2	19,3	-10,7	-1,5	9,8	15,2
Topix	5,6	-1,0	-18,9	9,9	17,3	-9,9	-4,2	8,6	9,9

Fuente: Datastream.

1 En moneda local. Datos hasta el 15 de diciembre.

Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 10



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de diciembre.

Las rentabilidades por dividendo de los principales índices internacionales de renta variable tendieron a la baja en el segundo semestre del año, con algo más de intensidad en el conjunto de los índices europeos. Con todo, las rentabilidades por

dividendo de estos últimos continuaron siendo sensiblemente superiores a las de los índices de las bolsas estadounidense y japonesa, al oscilar entre el 5,9% del Cac 40 y el 3,6% del Dax 30, frente al 2,6% del S&P 500 y el 2,4% del Topix (véase cuadro 7).

Rentabilidad por dividendo de los principales índices bursátiles

CUADRO 7

%	2008	2009	2010	2011	2012	mar-12	jun-12	sep-12	dic-12
S&P 500	3,5	2,3	2,2	2,6	2,6	2,4	2,7	2,5	2,6
Topix	2,7	1,8	1,9	2,6	2,4	2,2	2,5	2,5	2,4
Euro Stoxx 50	7,5	4,2	4,8	6,3	5,1	5,8	6,6	5,1	5,1
Euronext 100	7,9	4,2	4,3	5,6	5,0	5,2	5,7	5,0	5,0
FTSE 100	5,8	3,7	3,8	4,1	4,1	4,0	4,4	4,1	4,1
Dax 30	5,4	3,5	2,9	4,2	3,6	3,6	4,4	3,6	3,6
Cac 40	8,1	5,0	5,2	7,0	5,9	6,2	7,1	6,0	5,9
Mib 30	8,6	3,4	3,8	5,4	4,2	4,6	5,2	4,3	4,2
Ibex 35	6,2	3,9	5,9	6,9	5,7	7,3	8,9	5,4	5,7

Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de diciembre.

Las ratios de precio sobre beneficio (PER) de los principales índices bursátiles tendieron a incrementarse a lo largo de la segunda mitad de 2012, en línea con la revalorización de las cotizaciones. A mediados de diciembre, las ratios de los índices estadounidenses y japoneses eran superiores a doce, mientras que en el conjunto de los índices europeos se situaban entre diez y once. En el transcurso de 2012, las ratios de precio sobre beneficio de los principales índices de renta variable tendieron al alza como consecuencia de los crecimientos de los precios de estos instrumentos. En el caso del índice español, el incremento de la ratio se originó fundamentalmente debido al descenso de los beneficios esperados por acción, en consonancia con la debilidad de la actividad económica. Como se observa en el gráfico 11, las ratios observadas de PER se mantienen en niveles históricamente reducidos.

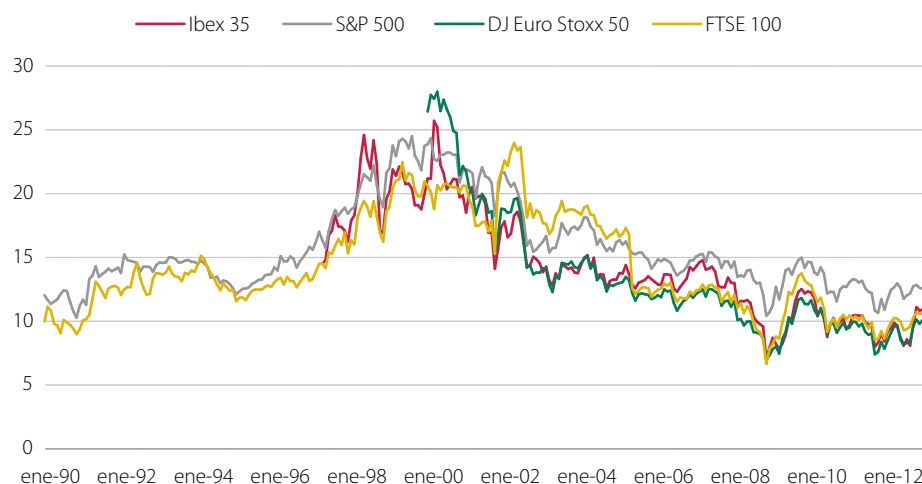
PER¹ de los principales índices bursátiles

CUADRO 8

	2008	2009	2010	2011	2012	mar-12	jun-12	sep-12	dic-12
S&P 500	11,3	14,6	13,1	11,7	12,6	13,0	12,0	12,8	12,6
Topix	15,6	19,3	13,6	11,6	12,1	13,5	11,1	11,4	12,1
Euro Stoxx 50	7,8	11,5	9,5	8,5	10,3	9,6	8,3	10,1	10,3
Euronext 100	8,3	12,7	10,6	9,4	11,0	10,7	9,2	10,7	11,0
FTSE 100	8,3	12,5	10,5	9,3	10,8	10,2	9,4	10,7	10,8
Dax 30	8,8	12,7	10,8	9,0	10,7	10,6	8,7	10,4	10,7
Cac 40	8,0	12,1	10,0	8,7	10,4	9,9	8,5	10,1	10,4
Mib 30	7,6	12,4	10,0	8,4	10,1	9,7	7,7	9,8	10,1
Ibex 35	8,7	12,3	9,7	9,2	11,0	9,7	8,6	11,1	11,0

Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de diciembre.

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



Fuente: Thomson Datastream. Datos para la última sesión de cada mes. Datos hasta el 15 de diciembre.

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

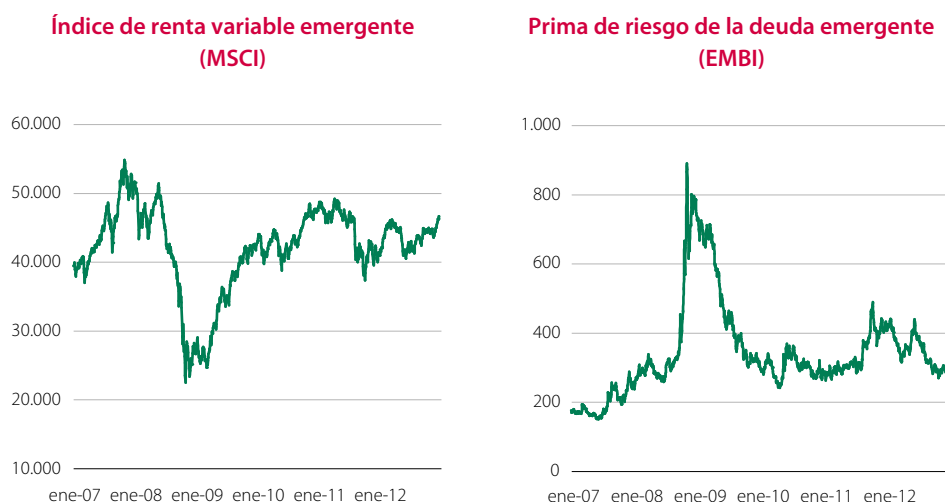
Tras los descensos del segundo trimestre del año, los índices de renta variable de las economías emergentes mostraron, con pocas excepciones, revalorizaciones en el tercer y el cuarto trimestre del año (véase cuadro 9). En el conjunto de 2012, los principales índices de referencia de las economías asiáticas mostraron un avance relativo superior, que osciló entre el 7,9% del índice de Malasia y el 32,5% del índice de Tailandia, en línea con el mayor dinamismo de su actividad económica. Únicamente cabe señalar el ligero retroceso del índice chino, de un 2,2%. Los índices de las economías de Europa del Este también mostraron revalorizaciones notables a lo largo de 2012, más intensas en las plazas de Polonia y Rumanía. En las bolsas latinoamericanas, destacó el fuerte crecimiento del principal índice de referencia venezolano, seguido a gran distancia de los índices de México y de Argentina.

Rentabilidad de otros índices bursátiles internacionales

CUADRO 9

									IV 12	
Índice									% trim.	% 30/12/11
2009 2010 2011 2012 I 12 II 12 III 12										
Latinoamérica										
Argentina	Merval	115,0	51,8	-30,1	9,5	9,0	-12,6	4,5	10,0	9,5
Brasil	Bovespa	82,7	1,0	-18,1	5,0	13,7	-15,7	8,9	0,7	5,0
Chile	IGPA	46,9	38,2	-12,4	3,6	10,3	-5,1	-2,5	1,5	3,6
México	IPC	43,5	20,0	-3,8	16,1	6,6	1,7	1,7	5,3	16,1
Perú	IGRA	99,2	66,4	-16,7	3,5	21,3	-14,4	7,3	-7,0	3,5
Venezuela	IBC	57,0	18,6	79,1	305,2	70,6	26,1	22,3	53,9	305,2
Asia										
China	Shangai Comp.	80,0	-14,3	-21,7	-2,2	2,9	-1,7	-6,3	3,1	-2,2
India	BSE	85,0	15,7	-25,7	28,9	15,6	-0,7	8,0	3,9	28,9
Corea del Sur	Korea Cmp. Ex	49,7	21,9	-11,0	9,3	10,3	-7,9	7,7	-0,1	9,3
Filipinas	Manila Comp.	63,0	37,6	4,1	30,5	16,8	2,7	1,9	6,8	30,5
Hong Kong	Hang Seng	52,0	5,3	-20,0	22,6	11,5	-5,4	7,2	8,5	22,6
Indonesia	Yakarta Comp.	87,0	46,1	3,2	12,7	7,8	-4,0	7,8	1,1	12,7
Malasia	Kuala Lumpur Comp.	45,2	19,3	0,8	7,9	4,3	0,2	2,3	0,9	7,9
Singapur	SES All-S'Pore	64,5	10,1	-17,0	19,7	13,8	-4,4	6,3	3,5	19,7
Tailandia	Bangkok SET	63,2	40,6	-0,7	32,5	16,7	-2,1	10,8	4,6	32,5
Taiwán	Taiwan Weighted Pr.	78,3	9,6	-21,2	8,9	12,2	-8,0	5,7	-0,2	8,9
Europa del Este										
Rusia	Russian RTS Index	128,6	22,5	-21,9	8,6	18,5	-17,5	9,3	1,7	8,6
Polonia	Warsaw G. Index	46,9	18,8	-20,8	24,8	9,8	-1,1	7,2	7,3	24,8
Rumanía	Romania BET	61,7	12,3	-17,7	11,3	23,9	-15,7	4,3	2,2	11,3
Bulgaria	Sofix	19,1	-15,2	-11,1	1,7	-4,1	-5,2	10,6	1,1	1,7
Hungría	BUX	73,4	0,5	-20,4	5,2	9,8	-6,9	7,2	-4,0	5,2
Croacia	CROBEX	16,4	5,3	-17,6	-1,1	5,4	-7,6	1,3	0,3	-1,1

Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de diciembre.



Fuente: Thomson Datastream y Bloomberg. Datos hasta el 15 de diciembre.

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 2012 descendió cerca de un 24% (en el conjunto de 2011 apenas varió, con un -0,1%). La reducción de la contratación en los mercados financieros internacionales fue una tendencia generalizada entre las diferentes áreas geográficas. Así, en las bolsas estadounidenses la contratación descendió un 24,1%, en las asiáticas un 22,7% y en las europeas un 24,6%. En el conjunto de las plazas de las economías desarrolladas, el menor descenso de los volúmenes contratados se observó en Japón (-15,7%).

Contratación de las principales bolsas internacionales

CUADRO 10

Importes en miles de millones de euros

Bolsa	2009	2010	2011	2012 ⁴	I 12	II 12	III 12	IV 12 ⁴
EEUU ¹	22.451	23.188	21.940	16.720	4.647	5.043	4.238	2.791
Nueva York	12.627	13.553	12.866	9.639	2.639	2.866	2.478	1.655
Tokio	2.656	2.872	2.831	2.438	723	667	608	440
Londres ²	1.270	2.084	2.021	1.595	467	447	406	274
Euronext	1.383	1.533	1.520	1.148	321	335	301	191
Deutsche Börse	1.084	1.237	1.252	929	283	252	239	155
BME ³	886	1.037	925	667	177	199	153	138

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 hasta el 15 de diciembre.

3 Evolución reciente de los mercados financieros nacionales

3.1 Mercados de renta fija

La evolución de los mercados financieros domésticos de deuda se ha visto notablemente condicionada a lo largo del año por las turbulencias originadas en el marco de la crisis de deuda europea, que desde los meses de primavera se vio agravada por las dudas en torno al grado de saneamiento del sector bancario español.

En este contexto, a finales de julio las rentabilidades de la deuda pública y privada registraron máximos históricos inéditos desde la creación del euro, aunque posteriormente descendieron notablemente, especialmente en la curva entre uno y cinco años. Esta evolución estuvo condicionada principalmente por el anuncio del nuevo programa de compras del BCE en los mercados secundarios de deuda soberana.

Así, los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública a fecha de cierre de este informe se situaban en el 1,1%, el 1,8% y el 2,4% en los plazos de tres, seis y doce meses, respectivamente, con descensos promedios de 85 p.b. con respecto a junio y de 123 p.b. con respecto a finales de 2011 (véase cuadro 11). La reducción de los tipos de interés a corto plazo en la segunda parte del año se concentró en el tercer trimestre, y fue más intensa en el caso de las letras con vencimiento superior a un año, si bien se mantuvieron por encima de los niveles de marzo (en 97 p.b. en promedio).

Tipos de interés a corto plazo¹ (%)

CUADRO 11

	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	mar-12	jun-12	sep-12	dic-12
Letras del Tesoro								
3 meses	0,41	1,60	2,20	1,11	0,38	1,20	0,93	1,11
6 meses	0,65	2,71	3,47	1,77	0,64	2,53	1,74	1,77
12 meses	0,88	3,09	3,27	2,37	1,33	4,09	2,52	2,37
Pagarés de empresa²								
3 meses	0,76	1,37	2,74	2,89	2,49	2,69	2,85	2,89
6 meses	1,25	2,52	3,52	3,64	3,21	3,40	3,56	3,64
12 meses	1,63	3,04	3,77	3,85	3,55	3,64	3,69	3,85

Fuente: Thomson Datastream y CNMV. Datos hasta el 15 de diciembre.

1 Promedio mensual de datos diarios.

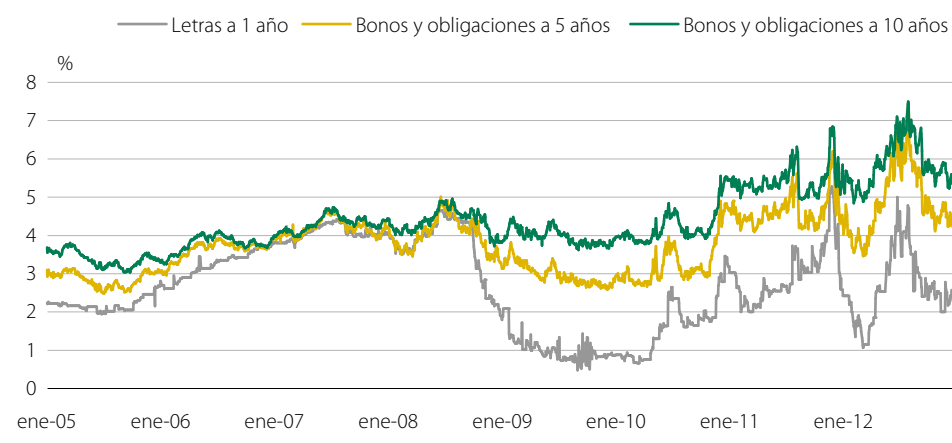
2 Tipo de interés de emisión.

Las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo registraban a finales de julio máximos históricos desde la creación del euro, con tipos que oscilaban entre el 7,2% en el plazo a tres años y el 7,6% en el plazo a diez años. Desde aquella fecha, se ha producido una reversión ostensible en los tipos, que tuvo lugar principalmente durante el tercer trimestre y fue más intensa en los plazos hasta cinco años. Así, los tipos de interés descendieron 210 p.b. en el plazo a tres años, hasta el 3,5%, 191 p.b. en el de cinco años, hasta el 4,4%, y 141 p.b. en el de diez años, hasta el 5,4% (véan-

se gráfico 13 y cuadro 12). Como en el caso de los tipos a corto plazo, a pesar de la notable disminución de las rentabilidades en el segundo semestre, sus niveles continuaban siendo superiores a los de marzo (50 p.b. en promedio).

Rentabilidades de la deuda pública española

GRÁFICO 13



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de diciembre.

La prima de riesgo soberano, aproximada por el CDS del bono español a cinco años, que había alcanzado máximos cercanos a los 640 p.b. a finales de julio, descendió desde entonces, con mayor intensidad en septiembre, hasta situarse por debajo de los 290 p.b. en diciembre (véase gráfico 14). De forma paralela, aunque algo menos intensa, el diferencial de tipos de interés entre la deuda pública española y la alemana a diez años disminuyó desde valores próximos a los 635 p.b. a finales de julio hasta el entorno de los 400 p.b. en diciembre. Más allá de los avances en la gobernanza política y económica de la zona del euro, ante los cuales el CDS del bono soberano español habría reaccionado con mayor sensibilidad que el diferencial de rentabilidad respecto al bono alemán, la mayor intensidad en el descenso de la prima negociada en el mercado de CDS puede deberse al impacto negativo sobre la demanda de estos instrumentos de la entrada en vigor de la prohibición de crear posiciones al descubierto en CDS de bonos soberanos europeos³, es decir, de comprar un CDS sin disponer del bono soberano a cubrir. Así lo sugieren las caídas tanto en el precio como en el saldo nocial neto de los CDS europeos⁴.

Además del descenso notable de la prima de riesgo soberano español, cabe señalar, como se comentó anteriormente, la fuerte disminución de la correlación entre la rentabilidad de la deuda pública nacional y la de las acciones españolas, particularmente del sector bancario, tras los máximos alcanzados a finales de julio (véase gráfico 7). La atenuación del vínculo entre el sector soberano y el sector privado de la economía es un factor que puede redundar en una mejora de las condiciones de estabilidad financiera.

3 *Reglamento 236/2012 del Parlamento europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago*, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:086:0001:0024:es:PDF>

4 Véase *Markit Sovereign Report October 2012*, Markit Credit Research.

Por su parte, las rentabilidades de la deuda del sector privado a corto plazo, reflejadas en los pagarés de empresa, continuaron durante el último trimestre del año la tendencia ascendente iniciada en marzo, situándose, dependiendo del tramo corto de la curva, entre el 2,9% y el 3,9% en diciembre (véase cuadro 11). Por el contrario, las rentabilidades de la deuda privada a largo plazo, que aumentaron con fuerza durante el segundo trimestre, se beneficiaron indirectamente en los dos trimestres posteriores del anuncio y concreción del nuevo plan de compras del BCE en los mercados secundarios de deuda soberana, si bien en mucha menor medida que los tipos de la deuda pública (véase cuadro 12). Así, como se observa en el cuadro 12, la rentabilidad de la deuda privada se situaba en diciembre en el 5,2% en el plazo a tres años, en el 5,8% en el de cinco años y en el 7,6% en el de diez años (en promedio, 117 p.b. por debajo de los niveles de junio, cuando estas rentabilidades empezaron a descender).

Rentabilidad de la renta fija privada a medio y largo plazo¹ (%)

CUADRO 12

	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	mar-12	jun-12	sep-12	dic-12
Renta fija pública								
3 años	1,95	3,87	4,01	3,51	2,76	5,39	3,88	3,51
5 años	2,67	4,65	4,65	4,38	3,83	6,07	4,84	4,38
10 años	3,75	5,38	5,50	5,39	5,17	6,59	5,92	5,39
Renta fija privada								
3 años	3,14	4,31	5,63	5,20	3,77	5,82	5,32	5,20
5 años	4,30	5,44	6,35	5,75	4,86	6,79	6,47	5,75
10 años	4,88	6,42	9,24	7,58	8,14	9,43	9,13	7,58

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y CNMV. Datos hasta el 15 de diciembre.

1 Promedio mensual de datos diarios.

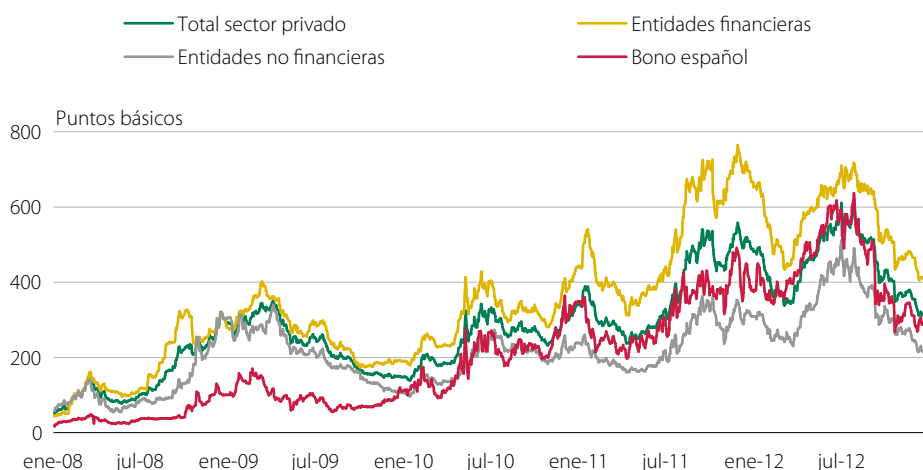
La evolución de las primas de riesgo de las entidades financieras y no financieras presentó a lo largo del año un perfil similar a la de la deuda soberana española (véase gráfico 14). Así, tras el descenso del primer trimestre, especialmente en las entidades financieras, favorecidas por las dos operaciones especiales de financiación del BCE en diciembre de 2011 y febrero de 2012, siguió un fuerte repunte hasta finales de julio. La magnitud del repunte fue similar en ambos tipos de entidades, si bien en el caso de las sociedades no financieras les llevó a registrar máximos históricos, para, con posterioridad, descender intensamente hasta situarse ligeramente por debajo de los anteriores mínimos del año, en marzo. De este modo, la prima de riesgo de crédito de las entidades financieras se situaba en 410 p.b. en diciembre (nivel muy inferior a los valores máximos del año, marcados en julio, de casi 720 p.b., y por debajo de los 435 p.b. de marzo), mientras que la correspondiente a las sociedades no financieras se redujo hasta los 215 p.b. (desde el máximo histórico de 510 p.b. a finales de junio y por debajo del anterior mínimo del año en marzo, de 230 p.b.). Cabe señalar que las primas de riesgo de los emisores españoles recuperaron los niveles anteriores al rebrote de las turbulencias que tuvo lugar en el verano de 2011.

La relajación de los tipos de interés de la deuda privada, especialmente en los plazos de uno a cinco años, durante el tercer trimestre y el cuarto trimestre transcurrido de 2012, favoreció la colocación de deuda corporativa en estos vencimientos por parte de las entidades españolas. No obstante, algunas de estas entidades han mantenido una

actividad emisora escasa ya desde marzo, en parte como consecuencia de las operaciones especiales de financiación a tres años del BCE anteriormente comentadas y que les permitieron cubrir buena parte de sus vencimientos de deuda hasta final de año.

Prima de riesgo agregada¹ con información de CDS a cinco años de emisores españoles

GRÁFICO 14



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de diciembre.

1 Para las categorías «Total sector privado», «Entidades financieras» y «Entidades no financieras» se calcula una media simple de las entidades constituyentes.

En el periodo transcurrido de 2012 (con datos hasta el 15 de diciembre), las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV ascendieron a 314.436 millones de euros, un 21% superiores a las registradas en el periodo análogo de 2011 y un 8,8% por encima del conjunto de aquel año. Este comportamiento se debió al especial dinamismo durante los tres primeros trimestres del año en la emisión de pagarés, cédulas hipotecarias y bonos simples avalados por el Estado por parte de las instituciones financieras, que compensó la notable caída en ese periodo de la emisión de bonos de titulización. En el último trimestre, no obstante, se observó una ralentización notable de los tres primeros instrumentos, mientras que se produjo una reactivación de las emisiones de bonos sin garantía del Estado y de los bonos de titulización con alguna colocación en el tramo internacional (véase cuadro 13).

Así, las emisiones de pagarés a lo largo de 2012 superaron el importe emitido en el conjunto de 2011, situándose en 129.031 millones de euros, un 41% de las emisiones totales, 5,2 p.p. más que en 2011. Las entidades financieras apelaron de forma muy activa a estos instrumentos para captar recursos durante el último trimestre de 2011 y los tres primeros trimestres de 2012. Sin embargo, en el último trimestre del año, las emisiones de pagarés descendieron notablemente respecto a los trimestres previos, posiblemente condicionadas por la eliminación, en septiembre, de la penalización al exceso de remuneraciones de los depósitos bancarios, el pasivo de estas entidades más cercano al pagaré desde el punto de vista de los inversores⁵.

5 Véase la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, que deroga, entre otras normas, el Real Decreto-Ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito.

Del mismo modo, las emisiones de cédulas hipotecarias en el periodo transcurrido de 2012 se situaron por encima de las registradas durante 2011 y alcanzaron los 100.970 millones de euros, suponiendo el 32,1% de las emisiones totales, frente al 23,3% en 2011. Por su parte, las emisiones de cédulas territoriales ascendieron a 8.974 millones de euros, un 2,9% del total emitido, frente al 7,7% en 2011. La actividad emisora de las cédulas en el último trimestre del año fue muy débil en comparación con los tres primeros trimestres, especialmente en el caso de las cédulas territoriales, en las cuales no se registró ninguna emisión desde finales de septiembre.

Las emisiones de bonos simples totalizaron 49.725 millones de euros en el conjunto de 2012, un 15,8% de las emisiones totales y más del doble del volumen emitido en 2011 (20.192 millones). Esta evolución se debió principalmente a las emisiones de bonos avalados por el Estado, que concentraron el 85,7% de las emisiones totales de bonos simples, frente a los 7.363 millones emitidos en bonos con dicho aval en 2011 (que supusieron el 36,5% del total de bonos simples emitidos en aquel año). La mitad del importe emitido en bonos avalados por el Estado en el periodo transcurrido de 2012 se realizó en los días anteriores a la segunda operación especial de financiación a tres años del BCE, en febrero de este año, no efectuándose ninguna emisión de estas características desde finales de junio. De este modo, la totalidad de las emisiones de bonos simples en la segunda parte del año fueron sin aval del Estado y se concentraron durante el último trimestre.

El importe emitido en bonos de titulización durante el periodo acumulado de 2012 fue de 23.015 millones de euros, un 64,8% inferior al volumen registrado en el mismo periodo de 2011. Cabe advertir que en el último trimestre del año, todavía inconcluso, se ha producido una reactivación en las emisiones de estos instrumentos, que ascendieron a algo más de diez mil millones de euros. Asimismo, y en contraste con los dos trimestres previos, se registró alguna colocación entre inversores internacionales, si bien la práctica totalidad de estos instrumentos continuó siendo retenida en el balance del originador o cedente doméstico. Una vez más, el BCE relajó los criterios de exigibilidad a estos instrumentos para ser descontados en las operaciones de política monetaria, lo que ha podido favorecer la reanudación en las emisiones de estos instrumentos⁶.

Finalmente, en el ámbito de los instrumentos de renta fija susceptibles de ser utilizados para dotarse de capital regulatorio por parte de las entidades de crédito, no se

6 El BCE, en su Decisión de 28 de junio de 2012, por la que se modifica su Decisión 25/2011 sobre medidas temporales adicionales relativas a las operaciones de financiación del Eurosistema y la admisibilidad de los activos de garantía, modifica la calificación mínima exigida en la admisibilidad de determinados bonos de titulización, desde A a BBB en su fecha de emisión y durante la vida del mismo, contando a tales efectos con dos calificaciones crediticias. Los bonos de titulización que pueden verse beneficiados por esta medida son aquellos cuyos activos subyacentes procedan exclusivamente de una de las siguientes clases de activos: i) préstamos hipotecarios, ii) préstamos a pymes, iii) hipotecas comerciales, iv) préstamos para la compra de automóviles y v) arrendamientos financieros y créditos al consumo. Además, se mantiene el recorte de valoración (*haircut*) en aquellos bonos de titulización con dos calificaciones crediticias de al menos A (16%), mientras que se contempla un recorte adicional para el resto de bonos de titulización (siempre que tengan dos calificaciones de al menos BBB). El recorte en estos últimos bonos de titulización se establece en el 32% para aquellos garantizados por hipotecas comerciales y en el 26% para todos los demás. Para mayor información, véase http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_ecb_2012_11_f_sign.pdf

registró ninguna emisión de bonos obligatoriamente convertibles en el segundo semestre de 2012, frente a cierto dinamismo en su actividad emisora durante el primer semestre del año. Del mismo modo, no se registró ninguna emisión de participaciones preferentes en el transcurso de 2012. La no consideración de los primeros instrumentos como capital de máxima calidad en la nueva normativa prudencial bancaria de Basilea III, así como la incertidumbre sobre las pérdidas que deben asumir los tenedores de las participaciones preferentes emitidas por las entidades con participación mayoritaria del FROB, han condicionado la actividad emisora de estos instrumentos en el conjunto de 2012.

En cuanto a las emisiones en el exterior de las entidades españolas efectuadas por sus filiales residentes en el extranjero, durante los tres primeros trimestres de 2012, última información disponible a fecha de cierre de este informe, estas descendieron un 35,6% en términos interanuales, hasta los 62.117 millones de euros (véase cuadro 13). No obstante, durante el tercer trimestre se observó un repunte de las emisiones en el exterior como resultado de un aumento de las emisiones a largo plazo, que compensó un nuevo descenso en las de corto plazo. Así, las emisiones de largo plazo ya suponen el 60% de las emisiones en el exterior efectuadas en el periodo transcurrido de 2012.

registradas¹ en la CNMV

	2010	2011	2012 ²	2011		2012			
				III	IV	I	II	III	IV ²
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	226.449	288.992	314.436	38.435	113.496	120.740	91.425	60.680	41.591
Cédulas hipotecarias	34.378	67.227	100.970	5.250	23.743	26.000	33.350	29.800	11.820
Cédulas territoriales	5.900	22.334	8.974	7.437	10.162	3.200	4.100	1.674	0
Bonos y obligaciones no convertibles	24.356	20.192	49.726	981	13.312	31.305	15.231	91	3.099
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	968	7.126	2.720	0	4.944	1.128	1.592	0	0
Bonos de titulización	63.261	68.413	23.014	10.449	20.210	9.195	1.535	1.884	10.400
Tramo nacional	62.743	62.796	19.967	10.116	18.844	7.810	1.535	1.884	8.738
Tramo internacional	518	5.617	3.048	334	1.366	1.385	0	0	1.663
Pagarés de empresa ³	97.586	103.501	129.031	14.317	41.125	49.911	35.617	27.230	16.273
De titulización	5.057	2.366	1.521	259	648	616	630	275	0
Resto de pagarés	92.529	101.135	127.510	14.058	40.477	49.295	34.987	26.955	16.273
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	200	0	0	0	0	0	0	0
Pro memoria:									
Emisiones subordinadas	9.154	29.277	6.721	4.664	16.208	2.772	1.788	581	1.580
Emisiones aseguradas	299	10	0	0	0	0	0	0	0

en el exterior por emisores españoles

	2010	2011	2012 ⁴	2011		2012			
				III	IV	I	II	III ⁴	IV
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)									
A largo plazo	51.107	51.365	37.191	3.697	12.135	22.990	3.417	10.784	
Participaciones preferentes	0	0	0	0	0	0	0	0	
Obligaciones subordinadas	0	242	307	0	242	0	307	0	
Bonos y obligaciones	50.807	51.123	36.884	3.697	11.892	22.990	3.110	10.784	
Bonos de titulización	300	0	0	0	0	0	0	0	
A corto plazo	76.624	68.677	24.927	10.241	11.492	14.458	6.678	3.791	
Pagarés de empresa	76.624	68.677	24.927	10.241	11.492	14.458	6.678	3.791	
de titulización de activos	248	322	27	36	114	0	27	0	
Total	127.731	120.043	62.117	13.938	23.627	37.448	10.094	14.575	

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 15 de diciembre de 2012.³ Las cifras de emisión de pagarés de empresa corresponden a los importes colocados.⁴ Datos disponibles hasta el 30 de septiembre de 2012.

3.2 Mercados de renta variable

3.2.1 Precios

Los mercados nacionales de renta variable se han visto beneficiados por la relativa estabilización de la situación financiera tras las extremas turbulencias acontecidas en los meses centrales del año, y cuyo principal resorte ha sido el anuncio a finales de julio y la posterior concreción en septiembre del nuevo plan de intervención del BCE en los mercados secundarios de deuda soberana europea. Además, en el contexto de elevada volatilidad de los mercados observada en julio, la CNMV prohibió en aquel mes las operaciones susceptibles de crear o aumentar las posiciones cortas netas sobre acciones cotizadas españolas, decisión que se prorrogó en dos ocasiones, el 18 de octubre y el 1 de noviembre (esta última por el plazo de tres meses⁷), atendiendo a la situación de excepcionalidad del sistema financiero español, sometido a un profundo proceso de saneamiento, reestructuración y recapitalización.

Así, el Ibex 35, tras registrar un repunte del 8,5% en el tercer trimestre de 2012, presentó un avance más moderado en el último trimestre aún en curso, del 4,1% (véase cuadro 14). La revalorización de este índice en el segundo semestre no ha compensado las caídas acaecidas en los dos primeros trimestres del año (del -6,5% y del -11,3%, respectivamente), con lo que el descenso acumulado en el periodo transcurrido de 2012 se sitúa en el 6,3%. No obstante, la caída interanual del índice bursátil de referencia nacional se recorta hasta el 1,9%.

Rentabilidad de los índices del mercado bursátil español (%)

CUADRO 14

	2009	2010	2011	2012	I 12 ¹	II 12 ¹	III 12 ¹	IV 12 ¹		
								% s/trim. ant.	% s/dic.	% inter-anual
Ibex 35	29,8	-17,4	-13,1	-6,3	-6,5	-11,3	8,5	4,1	-6,3	-1,9
Madrid	27,2	-19,2	-14,6	-5,7	-5,9	-11,0	8,2	4,1	-5,7	-1,2
Ibex Medium Cap	13,8	-5,6	-20,7	11,7	8,0	-10,0	4,0	10,4	11,7	17,3
Ibex Small Cap	17,6	-18,3	-25,1	-26,9	-10,3	-19,3	11,0	-9,0	-26,9	-28,7
FTSE Latibex All-Share	97,2	9,0	-23,3	-8,8	5,7	-11,7	2,6	-4,8	-8,8	-6,8
FTSE Latibex Top	79,3	9,7	-17,1	-0,8	10,1	-7,7	-1,2	-1,1	-0,8	1,6

Fuente: Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior. Datos hasta el 15 de diciembre.

El índice de empresas de mediana capitalización mostró el mejor comportamiento entre los índices bursátiles nacionales en el conjunto de 2012 y es el único que experimentaba un avance durante dicho periodo. Así, este índice registraba el mayor aumento durante el segundo semestre, del 14,9%, y la menor caída durante el primer semestre (del -2,8%), por lo que la revalorización acumulada del año se situaba en el 11,7%. Por el contrario, el índice de empresas de pequeña capitalización registraba el mayor retroceso en el periodo transcurrido de 2012, del 26,9%, debido a la

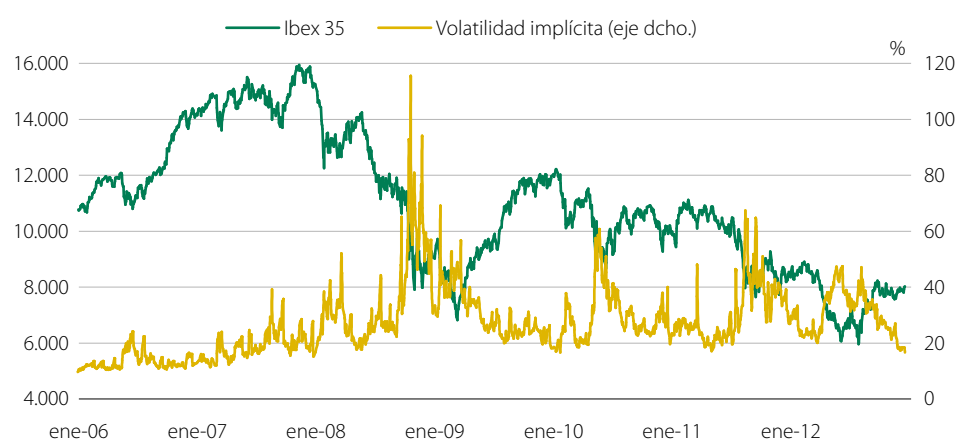
7 Para más información sobre esta medida, véase <http://www.cnmv.es>

evolución negativa durante el primer semestre y el último trimestre (caídas del 27,6% y del 9%, respectivamente), que no fue compensada por el repunte en el tercer trimestre (9%). Por su parte, los índices de empresas latinoamericanas que cotizan en las plataformas bursátiles domésticas, FTSE Latibex Top y FTSE Latibex All-Share, disminuyeron en el último trimestre el 1,1% y el 4,8%, respectivamente, tras las modestas variaciones en el tercer trimestre (del -1,2% y del 2,6%, respectivamente). Las revalorizaciones de dichos índices durante el primer trimestre de 2012 (superiores al 5%) no permitieron compensar su retroceso durante el resto del año, cuando registraron sendos recortes del 0,8% y del 8,8%.

La volatilidad del Ibex 35 ha descendido de forma notable desde finales de julio, tras el anuncio del BCE de que intervendría en los mercados de deuda soberana europea cuando se perturbara gravemente el canal de transmisión de la política monetaria y se pusiera en peligro la integridad de la zona del euro. La extrema volatilidad del mercado en aquellos momentos propició, como se comentó anteriormente, que la CNMV decidiera el 23 de julio prohibir nuevamente la operativa sustentada en ventas en corto de acciones cotizadas españolas por un periodo inicial de hasta tres meses. Posteriormente, esta medida fue prorrogada en dos ocasiones. Dicha prohibición y, en mayor medida, el anuncio y posterior publicación de los detalles del plan de compras de deuda soberana europea por parte del BCE, han permitido estabilizar la volatilidad del mercado nacional de renta variable, que en diciembre se situaba por debajo del 20%, valor alejado de los máximos del año alcanzados en mayo y a finales de julio, próximos al 50% (véase gráfico 15).

Evolución del Ibex 35 y de la volatilidad implícita

GRÁFICO 15



Fuente: Thomson Datastream y MEFF. Datos hasta el 15 de diciembre.

* Volatilidad implícita *at the money* (ATM) del primer vencimiento.

Todos los sectores del Índice General de la Bolsa de Madrid presentaron un aumento de sus cotizaciones durante el último trimestre de 2012, con excepción del sector de tecnología y telecomunicaciones, ampliando la senda de revalorización iniciada en el trimestre anterior (véase cuadro 15). El avance más pronunciado durante el cuarto trimestre correspondió al sector de servicios de consumo (10,9%, superior al aumento del 2,4% en el tercer trimestre), seguido de los sectores de petróleo y energía (9,3%, por encima del avance del trimestre previo, del 5,8%), bienes de consumo (6,2%, por debajo del aumento del 16,5% un trimestre antes), materiales básicos,

industria y construcción (5,1%, en línea con el avance del trimestre anterior), y, finalmente, servicios financieros e inmobiliarios (2,9%, incremento más moderado que en el trimestre previo, del 11,5%). Dentro de este último sector, el subsector inmobiliario retrocedió un 23,2%, tras el intenso repunte del trimestre precedente (del 36,5%). Atendiendo al impacto de cada empresa en la cotización agregada del IGBM, en el último trimestre del año la mayor contribución correspondió a los dos mayores bancos en términos de capitalización, que aportaron la mitad de la revalorización de este índice en dicho periodo (véase cuadro 16). Por su parte, otro gran banco español y la mayor compañía cotizada del sector de tecnología y telecomunicaciones restaron 15 p.p. al avance del IGBM en el cuarto trimestre de 2012.

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

% anual, salvo otra indicación

	Ponderación ²	2011	I 12	II 12	III 12	IV 12		
						% s/trim. ant.	% s/dic.	% inter-anual
Servicios financieros e inmobiliarios	39,22	-18,9	-7,7	-12,2	11,5	2,9	-7,0	0,2
Inmobiliarias y otros	0,10	-47,5	-27,1	-34,7	36,5	-23,2	-50,1	-52,5
Banca	37,44	-20,3	-7,9	-11,4	6,2	7,5	-6,8	0,5
BBVA	12,25	-8,5	-10,7	-3,6	8,6	13,0	5,6	17,3
Santander	20,84	-23,3	0,4	-5,7	14,5	4,5	13,2	20,8
Petróleo y energía	15,67	-2,7	-12,6	-17,9	5,8	9,3	-17,0	-13,3
Iberdrola	6,58	-13,9	-9,3	-12,6	-0,6	12,4	-11,4	-8,9
Repsol YPF	4,57	13,8	-20,7	-29,7	19,4	6,1	-29,5	-24,9
Mat. básicos, industria y construcción	6,98	-14,3	-8,5	-11,7	4,6	5,1	-11,2	-7,1
Construcción	3,78	-6,9	-13,2	-12,2	4,0	8,9	-13,8	-9,9
Tecnología y telecomunicaciones	20,92	-20,9	-6,5	-13,2	1,1	-0,7	-18,7	-17,3
Telefónica	17,97	-21,1	-8,2	-13,4	0,0	-1,8	-21,9	-20,6
Bienes de consumo	12,63	5,7	12,1	9,2	16,5	6,2	51,5	54,1
Inditex	8,60	12,9	13,5	13,5	18,5	7,1	63,6	64,9
Servicios de consumo	4,58	-24,2	10,8	-12,1	2,4	10,9	10,6	15,2

Fuente: Thomson Datastream, Bolsa de Madrid y BME. Datos hasta el 15 de diciembre.

1 Valores cuyo peso en el IGBM supera el 3% en términos de capitalización ajustada por el porcentaje de capital en libre flotación.

2 Peso relativo (%) en el IGBM a 1 de julio de 2012.

La evolución de las cotizaciones en el conjunto del año continuó siendo negativa para la mayoría de los sectores. Así, los sectores de tecnología y telecomunicaciones y petróleo y energía registraron las mayores caídas en sus cotizaciones durante 2012, del 18,7% y del 17%, respectivamente, tras sendos retrocesos del 20,9% y del 2,7% en 2011. Por su parte, los descensos en los sectores de materiales básicos, industria y construcción y servicios financieros e inmobiliarios fueron, respectivamente, del 11,2% y del 7% en 2012, inferiores a los retrocesos acaecidos en 2011, del 14,3% y del 18,9%, respectivamente. En este último sector, las empresas inmobiliarias conti-

nuaron presentando el mayor retroceso entre las empresas cotizadas españolas, que ascendió al 50,1% en 2012, acelerando ligeramente la contracción de 2011 (-47,5%). Por el contrario, el sector de bienes de consumo intensificó notablemente su revalorización durante 2012, un 51,5%, frente al moderado avance del 5,7% un año antes, en gran parte condicionado por la boyante actividad internacional de una empresa textil, y el sector de servicios de consumo se incrementó un 10,6% tras su notable descenso en 2011 (del 24,2%). En el conjunto de 2012, las mayores aportaciones al descenso del IGBM se debieron a la caída de la cotización de la compañía del sector de tecnología y telecomunicaciones comentada anteriormente y, en menor medida, a la de la única compañía petrolífera cotizada en este índice. La anterior evolución se vio compensada parcialmente por el vigoroso crecimiento en el precio de la acción de una compañía del sector de bienes de consumo que en los dos últimos años se ha posicionado como la mayor empresa por capitalización en este sector y, en menor medida, por la contribución del mayor banco español (véase cuadro 16).

Valores con mayor impacto en la variación del IGBM¹

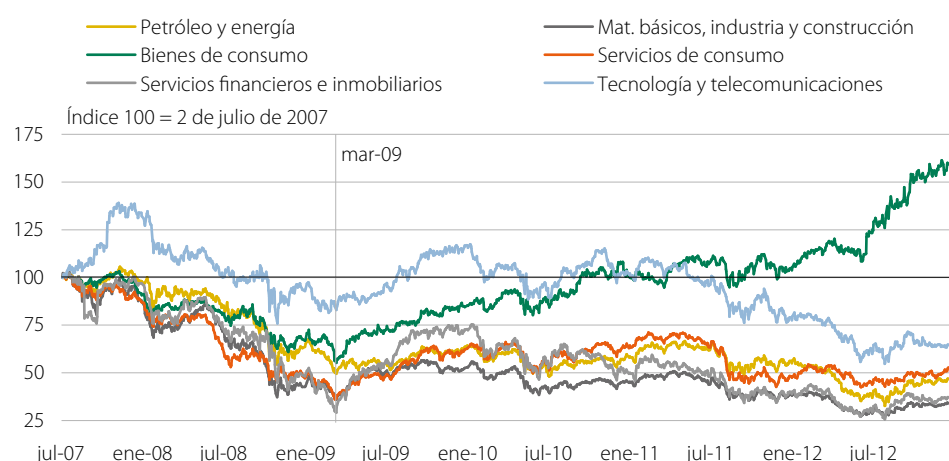
CUADRO 16

Valor	Sector	Dic-2012			
		Variación (p.p.)		Contribución a la variación (%)	
		s/trim. anterior	s/dic-11	s/trim. anterior	s/dic-11
Con impacto positivo					
BBVA	Servicios financieros e inmobiliarios	1,59	0,68	31,66	-15,56
Banco Santander	Servicios financieros e inmobiliarios	0,94	2,76	18,64	-62,68
Iberdrola	Petróleo y energía	0,82	-0,75	16,34	17,07
Inditex	Bienes de consumo	0,61	5,47	12,18	-124,33
Repsol	Petróleo y energía	0,28	-1,35	5,52	30,67
Gas Natural	Petróleo y energía	0,24	0,04	4,70	-0,94
Acciona	Materiales básicos, industria y construcción	0,17	-0,08	3,46	1,74
IAG	Servicios de consumo	0,17	0,28	3,42	-6,32
Con impacto negativo					
Banco Popular	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,42	-0,74	-8,46	16,94
Telefónica	Tecnología y telecomunicaciones	-0,32	-3,93	-6,38	89,37
Bankia	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,18	-0,31	-3,64	7,16

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid. Datos hasta el 15 de diciembre.

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

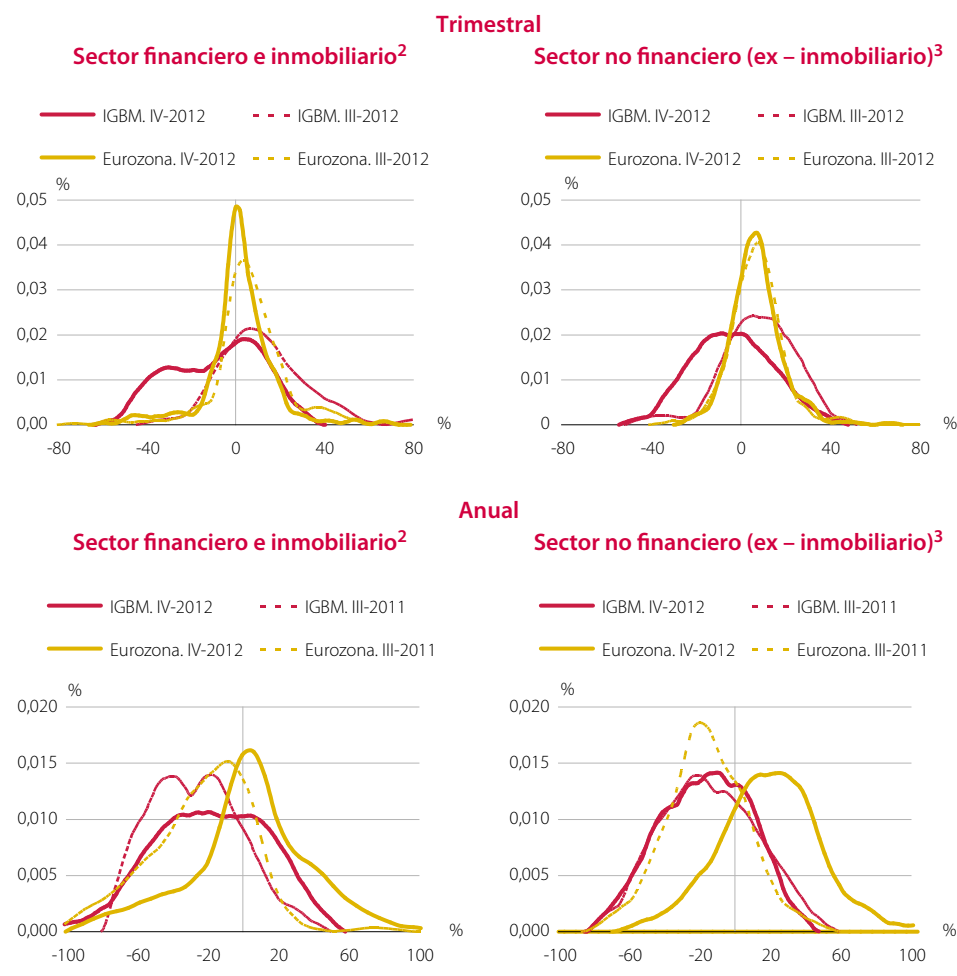
Desde el inicio de la crisis *subprime* en el verano de 2007, el único sector cuya cotización a finales de 2012 está por encima de aquellos niveles es el sector de bienes de consumo (en un 60%). El resto de los sectores presenta cotizaciones muy inferiores respecto a los valores de julio de 2007, que oscilan entre el 34% del sector de materiales básicos, industria y construcción y el 65% del sector de tecnología y telecomunicaciones.



Fuente: Bolsa de Madrid. Datos hasta el 15 de diciembre.

La distribución de la rentabilidad trimestral de las acciones de las empresas del IGBM durante el último trimestre de 2012 mostró un mayor sesgo hacia rentabilidades negativas (véanse paneles superiores del gráfico 17). Así, el porcentaje de empresas que presentó una variación negativa en sus cotizaciones bursátiles aumentó en este periodo (del 16% del total al 59%), aspecto que se hizo extensible tanto para las sociedades financieras como para las empresas no financieras. La anterior evolución contrasta con el comportamiento de las empresas cotizadas en la zona del euro, cuya distribución de rentabilidades permaneció estable. En el conjunto de 2012, el porcentaje de empresas cotizadas españolas que registró rentabilidades negativas fue mayoritario, si bien la caída de las cotizaciones afectó a un menor número de sociedades financieras. Por su parte, el porcentaje de sociedades no financieras cuya cotización descendió durante 2012 se incrementó ligeramente. En contraste con la caída mayoritaria de las cotizaciones bursátiles de las empresas españolas en 2012, un mayor número de empresas de la zona del euro experimentó rentabilidades positivas en este año con respecto a 2011.

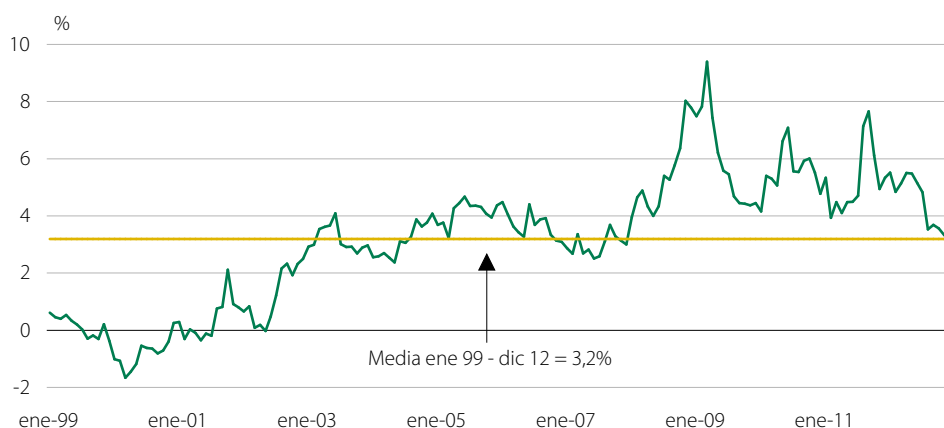
La ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) del Ibex 35 descendió ligeramente durante el último trimestre transcurrido de 2012, frente al moderado avance de los PER de otras bolsas de referencia de las economías avanzadas. La evolución del PER del Ibex 35 en el último trimestre del año contrasta con su fuerte repunte durante el tercer trimestre, uno de los mayores de entre las bolsas anteriormente mencionadas. Así, esta ratio se situaba en 11 en diciembre, desde 11,1 en septiembre y 8,6 en junio. Con todo, esta ratio está por encima de los niveles de finales de 2011 (9,2) y se sitúa en línea con el promedio del resto de las principales bolsas. La descomposición del PER de la renta variable nacional refleja que, durante 2012, esta ratio ha estado más condicionada por la evolución más adversa de los beneficios previstos de las compañías cotizadas que de los precios por acción.



Fuente: Bolsa de Madrid y Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de diciembre de 2012.

- 1 El análisis se efectúa sobre las compañías que componen cada uno de los índices a 15 de diciembre de 2012. En esa fecha, el índice bursátil español IGBM comprendía 113 compañías y el índice bursátil de la Eurozona, 1.384 empresas.
- 2 El sector financiero e inmobiliario comprende las entidades de crédito, las aseguradoras, las sociedades de cartera y holdings, otras empresas proveedoras de servicios de inversión y las sociedades inmobiliarias. En el caso de España, se trata de 23 compañías (20% del total de empresas del índice) y en el de la Eurozona, de 335 empresas (24% del total).
- 3 El sector no financiero (ex – inmobiliario) comprende las compañías cotizadas no incluidas en el sector financiero e inmobiliario.

El *earnings yield gap*, que aproxima la prima de riesgo de la renta variable nacional a la de la deuda pública española, apenas varió durante el último trimestre del año, tras su fuerte descenso en el tercer trimestre y la relativa estabilidad mostrada durante la mayor parte del primer semestre del año. La mayor parte de la caída de este indicador en el conjunto del año tuvo su origen en el fuerte repunte del PER del Ibex 35 en el tercer trimestre y, en menor medida, en el descenso de la rentabilidad de la deuda pública española durante el mismo trimestre. De este modo, este indicador se situaba en diciembre en el 3,7%, frente al 5,5% de finales de 2011 y todavía ligeramente por encima del promedio desde enero de 1999 (3,2%).



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 15 de diciembre.

3.2.2 Actividad: contratación, emisiones y liquidez

La contratación del mercado bursátil nacional disminuyó un 25,2% interanual en el periodo acumulado de 2012 (con datos hasta el 15 de diciembre), hasta los 667.443 millones de euros, profundizándose la senda bajista iniciada a finales de 2010 (véase cuadro 17). La contratación media diaria repuntó moderadamente en el último trimestre de 2012, hasta los 2.515 millones de euros, si bien esta cifra se sitúa por debajo del volumen promedio contratado durante el primer semestre del año (2.964 millones) y el conjunto de 2011 (3.616 millones⁸). El descenso de la contratación en el segundo semestre del año, en especial durante el tercer trimestre, habría estado condicionado parcialmente por la introducción de la prohibición relacionada con la operativa de las ventas en corto.

En 2012, las emisiones de renta variable en los mercados domésticos ascendieron a 21.109 millones de euros, por encima de las efectuadas en el conjunto de 2011, de 17.317 millones (véase cuadro 18). Si en el ejercicio anterior una parte importante de los fondos captados tuvo su origen en las operaciones de suscripción de valores relacionadas con las salidas a bolsa de algunas cajas de ahorro, en 2012 procedieron principalmente de operaciones de conversión en acciones ordinarias de instrumentos híbridos emitidos con anterioridad por las entidades financieras (bonos obligatoriamente convertibles, participaciones preferentes y otro tipo de deuda subordinada), con el objetivo de reforzar su capital regulatorio. Adicionalmente, un gran banco español culminó con éxito una importante ampliación de capital lanzada en noviembre para cubrir sus necesidades de capital, detectadas en las pruebas de resistencia realizadas al sistema financiero español este verano.

8 La contratación media diaria en los años 2008, 2009 y 2010 fue de 4.895, 3.489 y 4.052 millones de euros, respectivamente.

Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 17

Importes en millones de euros

	2010	2011	2012	III 11	IV 11	I 12	II 12	III 12	IV 12 ¹
Total bolsas	1.037.284	925.667	667.443	234.262	206.281	176.948	198.709	153.483	138.303
Mercado continuo	1.032.447	920.879	663.076	233.070	204.922	175.640	197.536	152.438	137.463
Corros	165	48	40	11	7	17	7	8	8
de los que SICAV ²	8	6	-	1	0	0	0	0	0
MAB ³	4.148	4.380	4.025	1.088	1.278	1.218	1.104	947	755
Segundo mercado	3	2	0	0	1	0	0	0	0
Latibex	521	358	302	93	73	73	62	90	77
Pro memoria: contratación de no residentes (% s/ total bolsas)									
	75,3	81,3	n.d.	85,5	81,9	73,7	80,1	n.d.	n.d.

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados desde el 1 de octubre hasta el 15 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 variable¹

CUADRO 18

	2011			2012					
	2010	2011	2012	III	IV	I	II	II	IV ²
IMPORTES EFECTIVOS³ (millones de euros)	16.013	17.317	21.109	6.336	2.946	3.367	5.338	5.415	6.989
Ampliaciones de capital	15.407	17.221	19.878	6.336	2.850	3.367	5.288	5.010	6.213
De ellas, mediante OPS	959	6.441	2.457	8	2.737	873	1.509	75	0
Tramo nacional	62	6.032	2.457	8	2.685	873	1.509	75	0
Tramo internacional	897	410	0	0	52	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	606	96	1.231	0	96	0	51	405	776
Tramo nacional	79	95	1.231	0	95	0	51	405	776
Tramo internacional	527	1	0	0	1	0	0	0	0
NÚMERO DE EXPEDIENTES⁴	69	92	102	26	26	24	26	27	25
Ampliaciones de capital	67	91	99	26	26	24	25	26	24
De ellas, mediante OPS	12	8	7	3	2	5	1	1	0
De ellas, liberadas	15	22	23	8	7	2	6	9	6
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	2	3	0	1	0	1	1	1
NÚMERO DE EMISORES⁴	46	46	64	22	15	14	15	19	16
Ampliaciones de capital	45	45	63	22	15	14	15	19	15
De ellas, mediante OPS	12	8	7	3	2	5	1	1	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	2	3	0	1	0	1	1	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 15 de diciembre.

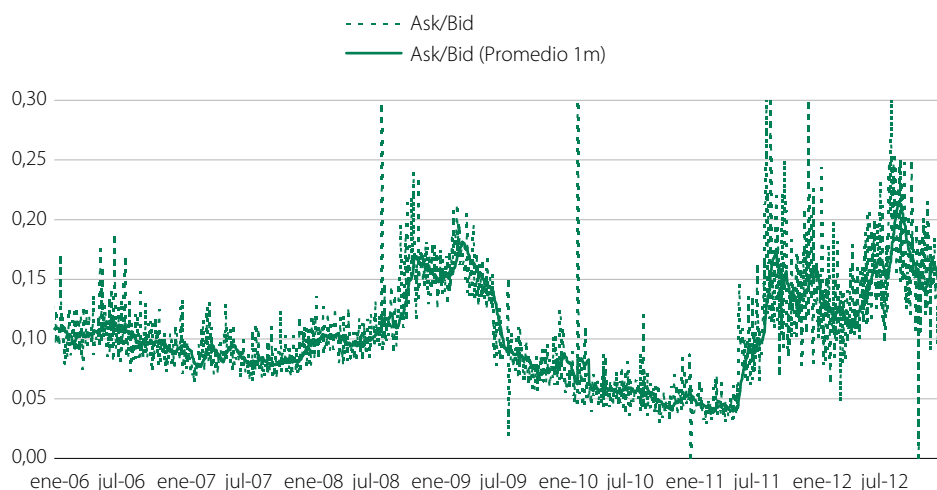
3 No se incluyen los importes registrados de las operaciones que no llegaron a realizarse.

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

Finalmente, las condiciones de liquidez del Ibex 35, medidas por el *spread bid-ask*, registraron una notable mejoría desde principios de septiembre, tras el deterioro observado desde la entrada en vigor de la prohibición cautelar de crear o aumentar posiciones cortas netas sobre acciones cotizadas españolas adoptada en julio por la CNMV. Así, este indicador se situó en el 0,15% en diciembre, desde el 0,21% registrado a finales de agosto, valor máximo de la serie histórica disponible desde 2003. Asimismo, los niveles actuales son similares a los valores de finales de 2011 (0,16%), pero aún permanecen por encima del promedio desde 2003 (0,10%).

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

GRÁFICO 19



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de diciembre.

II Informes y análisis

Evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en el primer semestre de 2012

Óscar Casado Galán y Juan Ignacio Luengo Crespo (*)

(*) Óscar Casado y Juan Ignacio Luengo 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 periódica¹ del primer semestre de 2012 comunicada por los emisores 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 160 entidades analizadas pertenecen a los siguientes sectores: energía (diez entidades); industria (48 entidades); comercio y servicios (45 entidades); construcción e inmobiliario (30 entidades); bancos (21 entidades); cajas de ahorro (cuatro entidades); y seguros (dos entidades).

El análisis se realiza teniendo en cuenta las siguientes consideraciones:

- Los datos analizados se obtienen de los informes financieros periódicos², consolidados o individuales, remitidos a la CNMV por los emisores de acciones e instrumentos de deuda³ cotizados en un mercado regulado español, cuando España sea Estado Miembro de origen.
- Las cifras agregadas excluyen a los emisores que dependen 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 2012 se han calculado para la muestra representativa de las entidades cotizadas en el periodo de referencia.

En la sección segunda de este artículo se analiza la evolución, desde 2008, del importe neto de la cifra de negocios; en las secciones tercera y cuarta se presenta el comportamiento de los resultados y la rentabilidad del patrimonio y de las inversiones; la sección quinta se centra en el endeudamiento de las entidades no financieras; la sexta se dedica a la morosidad y la solvencia de las entidades de crédito; y las seccio-

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 cuyas 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 seis primeros meses del año y otro referido a los doce meses del ejercicio.

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

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

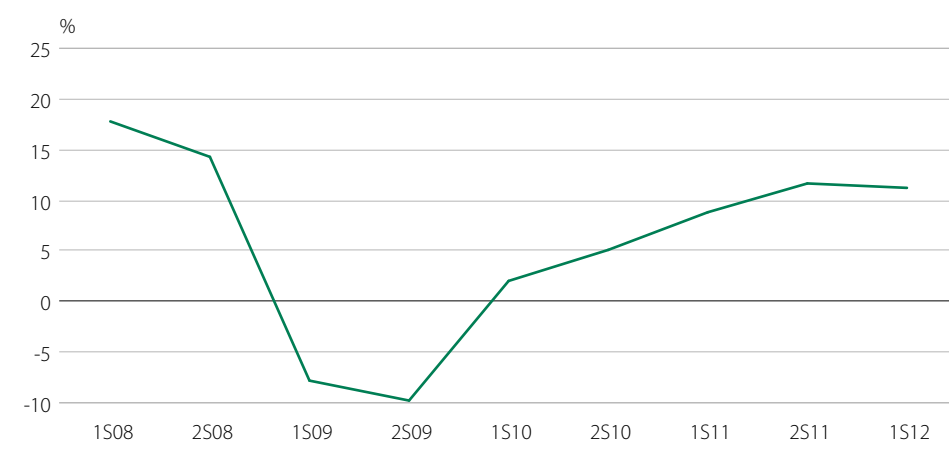
nes séptima, octava y novena recogen la evolución de los flujos de efectivo, la plantilla y los dividendos distribuidos, respectivamente. La última sección resume las principales conclusiones.

2 Importe neto de la cifra de negocios

El gráfico 1 muestra las tasas de variación interanuales del importe neto de la cifra de negocios⁴ desde el primer semestre de 2008. En el primer semestre de 2012 se desaceleró ligeramente la tasa de variación interanual, en cuatro décimas hasta el 11,2%, interrumpiéndose la tendencia al alza iniciada en 2010.

Tasas de variación del importe neto de la cifra de negocios

GRÁFICO 1

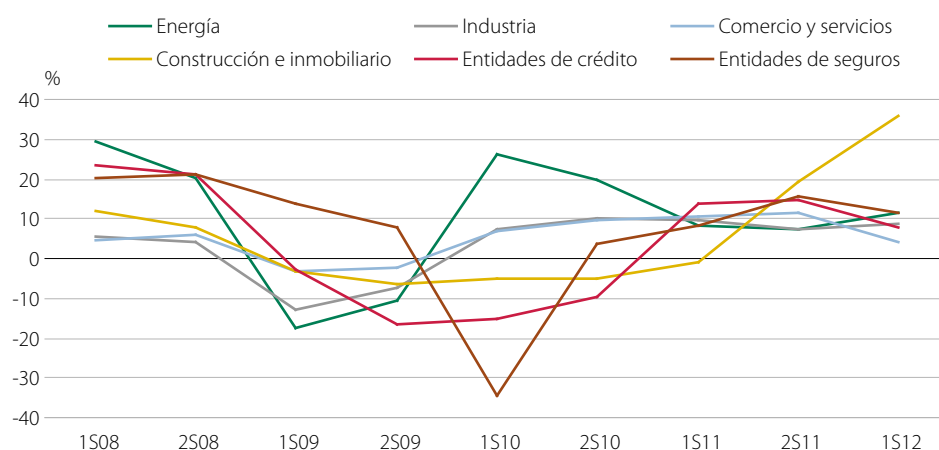


Fuente: CNMV.

El gráfico 2 presenta la evolución del importe neto de la cifra de negocios para los distintos sectores. Todos los sectores registraron tasas de variación interanuales positivas en el primer semestre de 2012.

Los sectores de la energía y de la construcción e inmobiliario presentaron en este periodo las mayores tasas de variación, de un 11,6% y un 35,9%, respectivamente. Por su parte, el sector del comercio y los servicios mostró el avance más moderado entre los sectores, con un crecimiento del volumen de ingresos del 4,0%, siete puntos porcentuales inferior al registrado al cierre del ejercicio 2011.

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



Fuente: CNMV.

Los hechos más destacados en la evolución de los distintos sectores durante el primer semestre de 2012 fueron los siguientes:

- **Energía.** El incremento del importe neto de la cifra de negocios en el primer semestre de 2012 respecto al mismo periodo del ejercicio anterior fue del 11,6%. No obstante, la tendencia del semestre es diferente en los distintos negocios desarrollados por las empresas energéticas.

En las actividades liberalizadas ha aumentado notablemente la cifra de negocios debido al aumento del precio de la energía, motivado por el incremento del precio de las materias primas y la menor hidráulica. Por su parte, los negocios regulados eléctrico y gasista (transmisión y distribución de electricidad y gas) han visto reducidos sus ingresos tras la publicación del Real Decreto-Ley 13/2012, que minora las retribuciones aplicables a sus activos desde el 1 de enero de 2012. Este efecto se ha visto parcialmente compensado por el crecimiento de este negocio fuera del territorio nacional.

La apreciación del dólar estadounidense y de la libra esterlina en el periodo también ha afectado de manera positiva al incremento de la cifra de negocios.

- **Industria.** La tasa de crecimiento del importe neto de la cifra de negocios fue del 8,7%, si bien el comportamiento de los diferentes subsectores resultó dispar. Destaca la mejora en los subsectores de otras industrias manufactureras y de transformación de metales por: (i) la fuerte actividad de construcción y venta de parques eólicos; (ii) la expansión del negocio exterior de las industrias textiles; (iii) los efectos de las combinaciones de negocios; y (iii) el desarrollo de proyectos de energía y de plantas industriales en Latinoamérica.

Por el contrario, las ventas de los subsectores de metálicas básicas y entidades relacionadas con la actividad constructora y de las empresas farmacéuticas fueron menores que en el primer semestre de 2011, debido a: (i) la evolución del mercado de la construcción, sobre todo a nivel nacional; (ii) el continuo descen-

so en los precios del níquel, que ha afectado negativamente a los precios de venta del mercado de aceros inoxidables; y (iii) las medidas de contención del gasto sanitario y de promoción del uso de medicamentos genéricos adoptadas por el Gobierno en agosto de 2011.

- **Comercio y servicios.** La tasa de crecimiento del volumen de ingresos se situó en el 4,0%, menor a las registradas durante los ejercicios 2010 y 2011. El subsector de las comunicaciones, que representa aproximadamente el 60% de los ingresos del sector, mantuvo su cifra de negocios en importes similares a los del periodo comparativo (con una avance del 0,3%), al compensarse en gran medida el aumento de ventas en Latinoamérica con los menores ingresos en Europa. Excluido este subsector, las empresas de comercio y servicios hubieran incrementado su volumen de ingresos en un 7,7%.
- **Construcción e inmobiliario.** El importe neto de la cifra de negocios del sector presentó en el primer semestre de 2012 un crecimiento del 35,9% respecto al mismo periodo del ejercicio anterior. Sin embargo, esta elevada tasa de variación refleja, fundamentalmente, el efecto de una operación corporativa culminada por una empresa constructora en junio de 2011. Con datos comparables en ambos periodos, el crecimiento de la cifra de negocios se redujo a un 3,9%, siendo este positivo tanto en las empresas inmobiliarias (16,4%) como en las constructoras (3,6%)⁵.

El crecimiento experimentado en la cifra de negocios de las empresas inmobiliarias tuvo su origen, fundamentalmente, en las significativas operaciones de venta de activos inmobiliarios realizadas por una entidad a sociedades de gestión de este tipo de activos vinculadas a entidades financieras, como parte del proceso de reestructuración y liquidación de su deuda con aquellas. Sin considerar esta operativa, la cifra de negocios de las compañías inmobiliarias disminuyó un 17,1%, reflejando la fuerte caída de las ventas del negocio de promoción residencial.

- **Entidades de crédito.** El volumen agregado de ingresos por intereses y rendimientos asimilados de las entidades de crédito aumentó un 7,8% con respecto al primer semestre de 2011. No obstante, esta tasa de variación, que se produjo en un contexto caracterizado por el descenso del Euríbor y el incremento de la tasa de mora, supuso una desaceleración del ritmo de crecimiento respecto a los dos semestres precedentes. El aumento registrado durante el primer semestre provino (i) del incremento de los ingresos obtenidos por las actividades de financiación al sector público, (ii) del aumento de los diferenciales aplicados a las nuevas operaciones de crédito y (iii) de la traslación parcial de la importante caída del Euríbor a la cartera de préstamos hipotecarios, concretamente a los créditos con cláusula de revisión anual de tipos que todavía no habían sido actualizados al cierre del primer semestre, y a los afectados por la activación de las denominadas «cláusulas suelo».

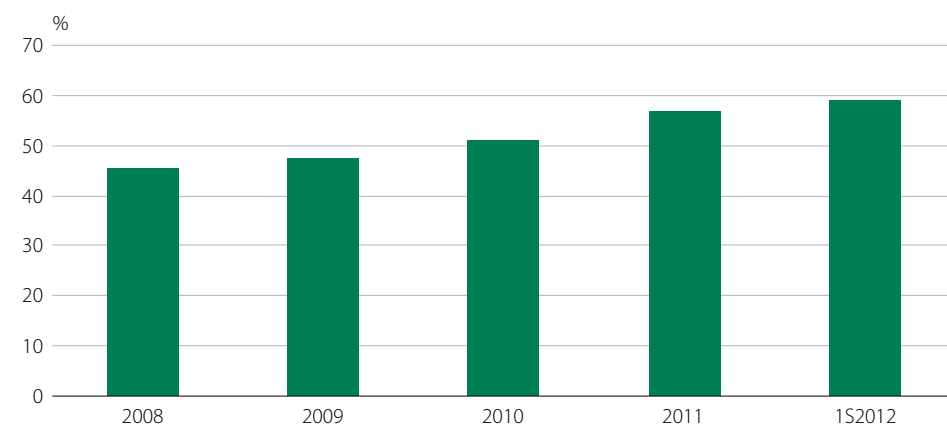
5 La tasa de crecimiento de la cifra de negocios en términos comparables se ha calculado tomando como referencia el importe de las ventas de la entidad adquirida entre enero y mayo de 2011.

- **Empresas aseguradoras.** El importe de las primas netas de reaseguro se incrementó respecto al primer semestre de 2011 un 11,1% en el ramo de no vida y un 12,2% en el ramo de vida, debido al buen comportamiento del negocio internacional (con un incremento de las primas netas del 30%) que compensó la caída de los ingresos por primas en el negocio nacional (del 5%).

El gráfico 3 muestra el porcentaje del importe neto de la cifra de negocios generado en el extranjero por las entidades no financieras desde 2008. En el primer semestre de 2012 se mantuvo la tendencia al aumento de dicho porcentaje registrada durante los últimos semestres, situándose en el 58,9% del importe neto de la cifra de negocios total. Como se aprecia en el gráfico 3, el aumento de este porcentaje ha sido considerable durante los últimos años. Resulta todavía más significativo si se compara con la proporción alcanzada en 2003 (32,3%), primer año para el que se dispone de este dato.

Importe neto de la cifra de negocios generada en el extranjero por las sociedades no financieras

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV.

El cuadro 1 recoge la distribución geográfica del importe neto de la cifra de negocios para los distintos sectores de las entidades no financieras.

Cabe destacar que en el sector de la energía el peso relativo de las ventas nacionales se incrementó durante el primer semestre de 2012 debido, exclusivamente, al efecto producido por la discontinuidad de la actividad de un emisor en Argentina. El peso de las ventas en mercados internacionales aumentó en el resto de las entidades de este sector.

La aportación de las ventas nacionales al volumen de ingresos del sector de la construcción e inmobiliario se redujo en el primer semestre del año en ocho puntos porcentuales con respecto al cierre del ejercicio 2011, teniendo en cuenta en dicho ejercicio la operación corporativa señalada anteriormente. En términos comparables⁶, se advierte que el peso de la actividad nacional en el sector siguió disminuyen-

6 Para realizar esta comparación en términos homogéneos se ha tenido en cuenta el importe de las ventas de la entidad adquirida en el periodo de enero a mayo de 2011.

do, en esta ocasión en cuatro puntos porcentuales, como consecuencia de la atonía en el mercado de la construcción residencial y civil en España.

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

CUADRO 1

	2008	2009	2010	2011	1S2012
Energía	42,5	43,3	44,8	47,0	44,8
Industria	59,3	62,6	65,8	69,0	72,4
Comercio y servicios	50,1	51,1	57,1	62,5	64,7
Construcción e inmobiliario	36,2	38,4	44,5	59,1	67,4
Subtotal no financiero	45,5	47,4	51,0	57,0	58,9

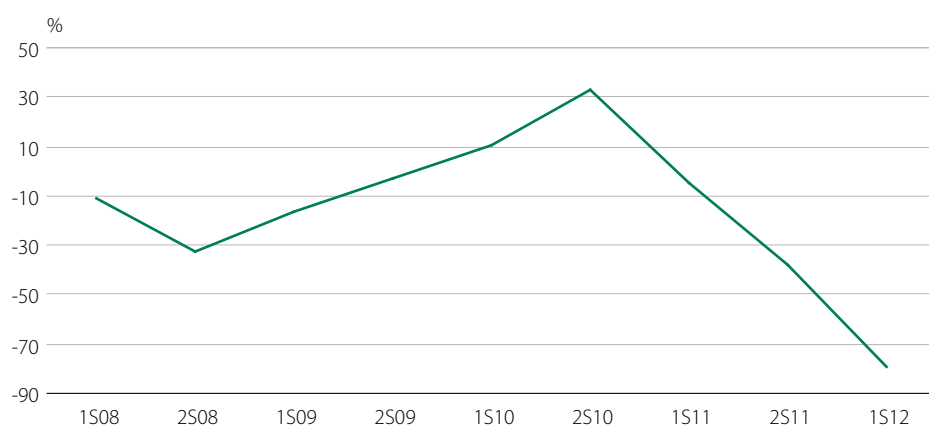
Fuente: CNMV.

3 Resultados

El gráfico 4 muestra las tasas de variación interanuales de los resultados antes de impuestos agregados para las actividades continuadas⁷ desde el primer semestre de 2008. En el primer semestre de 2012 se acentuó la caída en el resultado agregado experimentada durante 2011.

Tasas de variación interanual de los resultados antes de impuestos

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV.

El número de entidades que presentaron resultados netos negativos se situó en el primer semestre de 2012 en 67, frente a las 52 registradas al cierre del ejercicio 2011. Asimismo, el importe agregado de las pérdidas en el primer semestre de 2012 ascendió a 11.170 millones de euros, frente a 5.430 millones en 2011.

⁷ 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 doce meses siguientes.

El aumento del importe de los resultados negativos en el primer semestre de 2012 se explica por el comportamiento del sector financiero, donde seis entidades registraron pérdidas por importe de 7.377 millones de euros. Como ha sido habitual en los últimos ejercicios, el sector de la construcción e inmobiliario aglutinó el mayor número de sociedades con pérdidas. En concreto, 21 entidades de este sector registraron 2.653 millones de euros por este concepto.

El deterioro de los resultados del periodo fue generalizado para las entidades de la muestra. Así, el porcentaje de entidades que incrementaron sus resultados en el primer semestre de 2012 con respecto al mismo periodo del ejercicio anterior fue del 23,2%, doce puntos porcentuales menos que al cierre de 2011.

El cuadro 2 muestra los principales márgenes de la cuenta de resultados, correspondientes al primer semestre de 2012 y al mismo periodo de 2011. Las magnitudes analizadas evolucionaron desfavorablemente en todos los sectores, salvo los resultados de explotación del sector industrial y el EBITDA, tanto de este sector como del sector de la construcción e inmobiliario.

EBITDA¹, resultado de explotación y resultado del ejercicio

CUADRO 2

Millones de euros	EBITDA			Resultado de explotación			Resultado del ejercicio		
	1S2011	1S2012	Var. (%)	1S2011	1S2012	Var. (%)	1S2011	1S2012	Var. (%)
Energía	14.227	14.222	0,0	9.652	9.235	-4,3	6.129	5.827	-4,9
Industria	3.464	3.886	12,2	2.321	2.643	13,9	1.530	1.514	-1,0
Comercio y servicios	15.972	14.792	-7,4	8.997	7.521	-16,4	5.199	3.019	-41,9
Construcción e inmobiliario	3.641	3.850	5,7	2.409	2.113	-12,3	1.006	-2.093	-
Entidades de crédito	-	-	-	11.631	-2.858	-	9.365	-2.809	-
Entidades de seguros	-	-	-	-	-	-	780	705	-9,6
Total²	37.220³	36.746³	-1,3³	34.980⁴	18.699⁴	-46,5⁴	24.022	6.234	-74,0

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, excluyéndose 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 EBITDA correspondiente a las entidades del sector no financiero presentó una tasa de variación negativa del 1,3%, en comparación con el descenso del 13,2% registrado durante el ejercicio 2011. A pesar de la mejora observada, la evolución de esta tasa sigue reflejando un estrechamiento en los márgenes de explotación.

Los resultados del ejercicio disminuyeron un 74,0%. Este porcentaje fue superior a la caída del resultado de explotación (EBIT), del 46,5%, como consecuencia, entre otros, de los siguientes factores:

- El aumento de los gastos financieros de las empresas, que tuvo su origen en el incremento del diferencial que cargan las entidades de crédito al otorgar o renovar financiación.
- Los resultados negativos de las entidades valoradas por el método de la participación o puesta en equivalencia, partida que incluye los resultados de las entidades asociadas atribuibles al inversor y los deterioros registrados en el valor en libros de la inversión en la asociada.
- Las pérdidas registradas por el deterioro de la cartera de activos disponibles para la venta.

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

- **Energía.** El incremento de los ingresos registrados en el primer semestre de 2012 no se trasladó a los márgenes de explotación, ya que el coste de los aprovisionamientos también se vio impulsado por el *mix* de generación (aumento de la producción térmica convencional y disminución de la hidráulica), el mayor precio de la energía adquirida en el mercado mayorista para su venta y la reducción de valor de los inventarios de los negocios *downstream* (refinería y comercialización).

Con todo lo anterior, el EBITDA se mantuvo constante, mientras que el EBIT disminuyó un 4,3% debido al incremento de las amortizaciones, por la puesta en funcionamiento de nuevas instalaciones. La tasa de variación de los resultados del ejercicio fue del -4,9%, en línea con la mostrada por el resultado de explotación.

- **Industria.** Los incrementos del EBITDA (12,2%) y del EBIT (13,9%) fueron superiores al crecimiento de la cifra de ventas (8,7%), principalmente, por la contención de los gastos operativos y el consiguiente aumento de los márgenes de explotación.

Sin embargo, el resultado neto en el primer semestre de 2012 disminuyó un 1,0% con respecto al mismo periodo del ejercicio anterior debido a: (i) los mayores gastos financieros, (ii) los menores resultados por operaciones interrumpidas y (iii) un mayor gasto por el impuesto sobre las ganancias.

- **Comercio y servicios.** A pesar del incremento de la cifra de negocio (del 4,0%), el EBITDA disminuyó en un 7,4%, debido a un aumento superior de los costes de explotación, entre los que destacan el aumento de los aprovisionamientos en las compañías aéreas por la subida del precio del combustible y el aumento de los gastos de personal en un 9,5% por la mayor actividad de las compañías aéreas, la adquisición de sociedades y las reestructuraciones de plantilla realizadas en 2012.

El resultado antes de impuestos disminuye un 36,6%, porcentaje superior a la disminución del EBIT y del EBITDA, debido a: (i) el incremento de los gastos financieros por la evolución de los tipos de interés; (ii) el incremento de los

deterioros de la cartera de valores; y (iii) las pérdidas obtenidas en la enajenación de instrumentos financieros y las aportadas por las entidades asociadas.

El aumento de la tasa efectiva del impuesto sobre beneficios, que pasó del 25,7% al 28,2%, y el empeoramiento del resultado por operaciones interrumpidas hicieron que el resultado neto disminuyera un 41,9%.

- **Construcción e inmobiliario.** El EBITDA del sector experimentó una subida del 5,7%, pero si se excluye de la muestra a la entidad que realizó la operación corporativa señalada con anterioridad, el EBITDA se redujo un 16,3% respecto al mismo periodo del ejercicio anterior (-12,7% en el caso del subsector constructor). Este descenso resulta achacable, fundamentalmente, a la reducción de los resultados derivados de la enajenación de activos de las empresas constructoras.

El EBITDA del subsector inmobiliario en el primer semestre de 2012 fue negativo, al igual que en el mismo periodo del ejercicio anterior; la pérdida aumentó en un 49,2%, debido principalmente a los significativos deterioros de valor de los activos inmuebles registrados durante el primer semestre de 2012.

El resultado antes de impuestos en el primer semestre de 2012 fue negativo (2.808 millones de euros) frente a un resultado positivo en el mismo periodo del ejercicio anterior (1.286 millones de euros). El resultado negativo provino de las fuertes pérdidas incurridas al enajenar participaciones en sociedades cotizadas, así como de las pérdidas registradas por el deterioro de la cartera disponible para la venta.

Por último, el resultado del ejercicio fue también negativo (2.093 millones de euros) frente a un resultado positivo al cierre del mismo periodo del ejercicio anterior (1.006 millones de euros). No obstante, el resultado del ejercicio mejoró con respecto al resultado antes de impuestos, gracias a las menores pérdidas registradas por operaciones interrumpidas y al impacto de la activación de créditos fiscales.

- **Entidades de crédito.** En el primer semestre de 2012 el margen de intereses agregado presentó una evolución positiva del 10,2% respecto al mismo periodo de 2011, tras cuatro semestres consecutivos de caídas y estancamientos. Hay que destacar el efecto positivo producido por la provisión de liquidez del Banco Central Europeo (BCE) a través de las dos operaciones especiales de financiación a tres años que tuvieron lugar en diciembre de 2011 y febrero de 2012. Estas operaciones no solo sirvieron para aliviar las tensiones de liquidez que sufrían algunas entidades en un contexto en el que los mercados mayoristas de financiación se encontraban casi cerrados, sino que, además, ayudaron a mejorar el margen de intereses, ya que los recursos captados —a un tipo de interés del 1%— se destinaron en su mayor parte a la adquisición de activos emitidos por el sector público, remunerados con tipos de interés más elevados. Asimismo, la relajación de las tensiones de liquidez permitió trasladar el progresivo descenso de los tipos de interés al coste de los depósitos captados. Por su parte, los ingresos netos por comisiones se incrementaron un 1,1%.

El resultado de la actividad de explotación registró una elevada caída, hasta presentar unas pérdidas de 2.858 millones de euros frente a un resultado positivo de 11.631 millones de euros en el primer semestre de 2011. Este comportamiento se explica por el incremento de todos los componentes del coste de explotación: personal, gastos generales, amortizaciones y provisiones y, en especial, por las pérdidas a causa del deterioro de los activos financieros. En relación con estas últimas, este tipo de pérdidas ya aparecían registradas en el primer semestre de 2011, pero, como consecuencia de la aplicación de los reales decretos-ley 2/2012 y 18/2012⁸, aumentaron un 150,8%. La ratio de eficiencia empeoró, pasando del 42,4% al 46,7% como consecuencia de un incremento puntual de los costes de personal y generales en algunas entidades, asociado a la actividad internacional o a la absorción de otras entidades en procesos de fusión.

Por último, el resultado antes de impuestos fue negativo, por un importe de 5.751 millones de euros, frente a un beneficio de 11.359 millones de euros registrado en el primer semestre de 2011. Las pérdidas por el deterioro de los activos no corrientes en venta (entre los que se incluyen los procedentes de adjudicaciones) y del resto de los activos acentuaron el carácter negativo del resultado antes de impuestos.

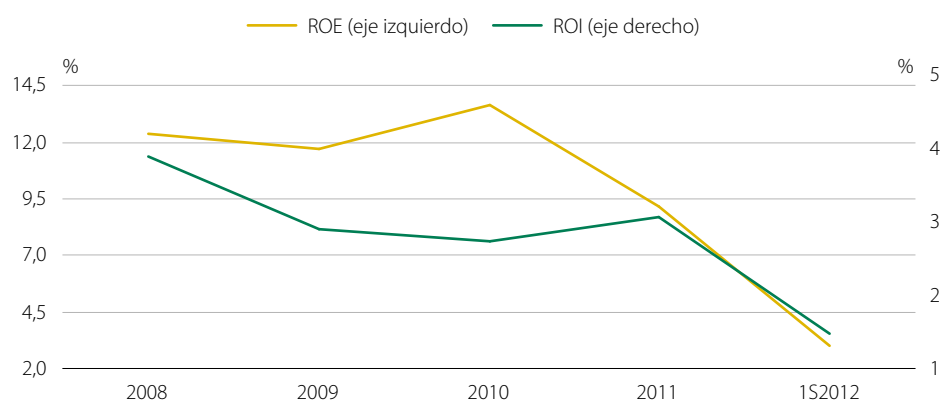
- **Entidades de seguros.** El resultado agregado de la cuenta técnica del ramo del seguro no vida disminuyó un 4,0%, y el del ramo de seguro vida se redujo un 6,9%; en ambos casos, debido a que el incremento de los ingresos por primas no fue suficiente para compensar el aumento de los costes por siniestralidad y de los gastos netos de explotación. Consecuentemente, el resultado neto agregado en el primer semestre de 2012 fue un 9,6% menor que el registrado durante el mismo periodo de 2011.

4 Rentabilidad del capital y de las inversiones

El gráfico 5 muestra la evolución del ROE (rentabilidad sobre el patrimonio) y del ROI (rentabilidad sobre las inversiones)⁹ desde 2008. El ROE y el ROI, tras anualizar los resultados del primer semestre de 2012, se situaron en el 3,0% y el 1,5%, respectivamente, el nivel más bajo desde que se calculan estas ratios (2004).

8 En el primer semestre de 2012, dentro del proceso de restructuración y saneamiento del sector financiero, se aprobaron los siguientes reales decretos-ley: Real Decreto-Ley 2/2012, que contempla requisitos adicionales de capital y de provisiones para hacer frente al deterioro de los activos vinculados a la actividad de promoción inmobiliaria, y Real Decreto-Ley 18/2012, que establece provisiones adicionales para la financiación vinculada a la actividad inmobiliaria clasificada como en situación normal.

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



Fuente: CNMV.

Los cuadros 3 y 4 muestran la evolución del ROE y del ROI, respectivamente, para los distintos sectores. En el primer semestre de 2012 se mantuvo la senda descendente del ROE y del ROI iniciada en el ejercicio 2010 en todos los sectores, salvo en el de la energía y el industrial, donde se observó una ligera mejora respecto a las rentabilidades del ejercicio 2011.

La disminución de la rentabilidad sobre el patrimonio y sobre las inversiones fue acusada en los sectores por ella afectados, como se aprecia en los cuadros 3 y 4, y tuvo su origen en el empeoramiento de los resultados durante el semestre.

ROE

CUADRO 3

%	2008	2009	2010	2011	1S2012
Energía	19,5	13,2	16,2	10,7	11,1
Industria	10,6	6,3	13,8	10,4	11,0
Comercio y servicios	20,1	19,3	21,9	16,4	10,9
Construcción e inmobiliario	-17,6	3,7	6,6	-0,7	-15,7
Entidades de crédito y seguros	13,0	10,4	10,3	7,1	-2,1
Total	12,4	11,7	13,6	9,2	3,0

Fuente: CNMV.

ROI

CUADRO 4

%	2008	2009	2010	2011	1S2012
Energía	10,5	7,2	9,1	6,0	6,3
Industria	7,7	4,9	9,1	7,4	7,6
Comercio y servicios	8,3	7,7	9,4	7,8	5,6
Construcción e inmobiliario	0,4	3,2	4,5	2,9	-0,4
Entidades de crédito y seguros	3,8	2,5	2,0	2,4	0,8
Total	3,9	2,9	2,7	3,1	1,5

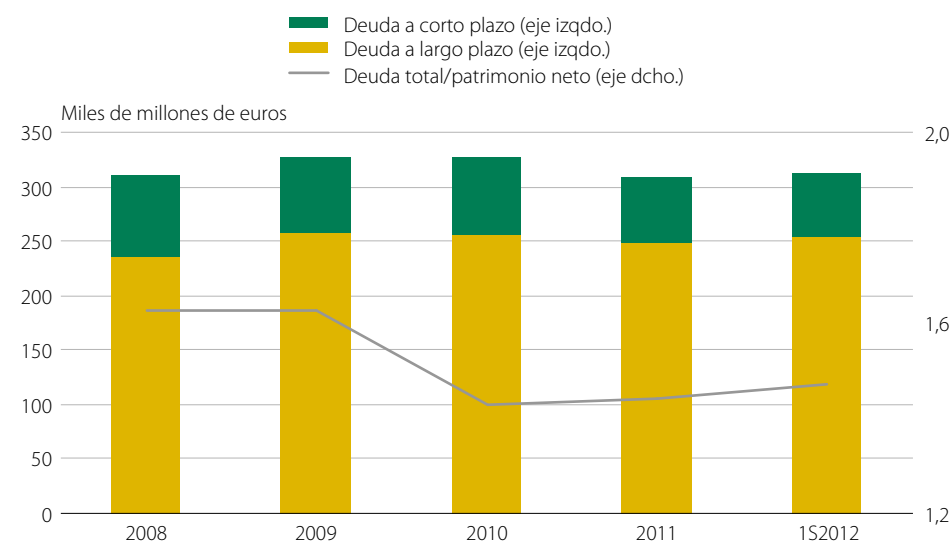
Fuente: CNMV.

5 Endeudamiento

El gráfico 6 muestra la evolución del endeudamiento financiero bruto¹⁰ de las entidades no financieras de la muestra.

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

GRÁFICO 6



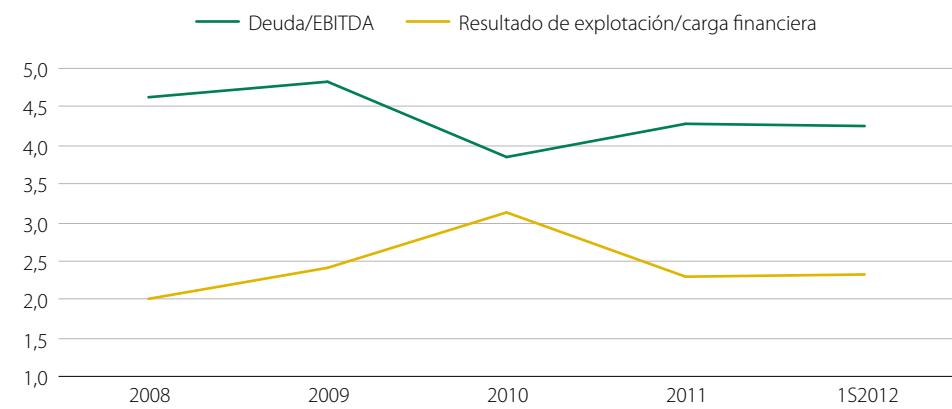
Fuente: CNMV.

En el primer semestre de 2012, el endeudamiento financiero bruto agregado ascendió a 312.908 millones de euros, lo que supuso un ligero incremento del 1,3% respecto al cierre del ejercicio anterior. Por su parte, el porcentaje de la deuda a corto plazo se mantuvo en línea con el registrado al cierre del ejercicio 2011 (19,8%) y se situó en el 19,1% en el primer semestre de 2012.

La ratio de apalancamiento empeoró durante el primer semestre de 2012, situándose la deuda agregada en 1,47 veces el patrimonio neto, frente a 1,44 veces al cierre de 2011. El aumento de esta ratio fue generalizado entre sectores, excepto en el de la energía, destacando especialmente el aumento en el sector de la construcción e inmobiliario, que se debió a la reducción del patrimonio neto por las pérdidas incurridas por las compañías del sector.

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, respectivamente. La ratio de cobertura de la deuda (deuda total/EBITDA) mostró un comportamiento similar al del ejercicio anterior, 4,26 veces frente a 4,29 veces a cierre de 2011. La ratio de cobertura de los gastos financieros (EBIT/gastos financieros) también se situó en valores próximos a los obtenidos en el ejercicio anterior, 2,32 veces, frente a 2,30 veces en 2011.

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



Fuente: CNMV.

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

Evolución del endeudamiento por sectores

CUADRO 5

Millones de euros		2008	2009	2010	2011	1S2012
Energía	Deuda	82.608	100.572	98.283	95.853	94.602
	Deuda / patrimonio	0,89	1,08	0,95	0,92	0,89
	Deuda / EBITDA	2,82	3,46	2,81	3,27	3,33
	Rtdo. explotación / carga financiera	3,67	3,38	4,15	3,30	3,31
Industria	Deuda	15.645	15.953	14.948	17.586	18.661
	Deuda / patrimonio	0,69	0,69	0,58	0,63	0,68
	Deuda / EBITDA	2,71	3,05	2,11	2,54	2,40
	Rtdo. explotación / carga financiera	3,41	3,15	5,00	3,90	4,23
Comercio y servicios	Deuda	112.322	108.579	115.413	113.142	117.535
	Deuda / patrimonio	2,14	1,78	1,60	2,01	2,14
	Deuda / EBITDA	3,58	3,70	3,38	3,78	3,97
	Rtdo. explotación / carga financiera	2,86	3,28	3,94	2,45	2,17
Construcción e inmobiliario	Deuda	119.788	104.762	99.917	83.716	83.434
	Deuda / patrimonio	3,77	4,08	3,42	2,98	3,29
	Deuda / EBITDA	31,87	22,48	11,18	15,00	10,84
	Rtdo. explotación / carga financiera	0,01	0,31	0,98	0,52	0,86
Ajustes*		-20.802	-1.908	-1.792	-1.404	-1.325
Total	Deuda	309.561	327.958	326.769	308.893	312.908
	Deuda / patrimonio	1,63	1,63	1,43	1,44	1,47
	Deuda / EBITDA	4,63	4,82	3,84	4,29	4,26
	Rtdo. explotación / carga financiera	2,01	2,42	3,12	2,30	2,32

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.

En el primer semestre de 2012 el sector de la energía continuó reduciendo su endeudamiento (-1,3%). Sin embargo, los datos de este sector se vieron influidos por la discontinuación de actividades muy significativas durante este semestre, que incorporaban una deuda neta al cierre de 2011 de aproximadamente dos mil millones de euros. Excluido este efecto, la deuda de este sector se mantuvo prácticamente constante, aumentando un 0,7%.

El endeudamiento del sector industrial presenta un aumento del 6,1%, relacionado con el incremento de la financiación obtenida por compañías con evolución positiva derivada de su mayor actividad en el exterior. En este sector se observa una mejora de las ratios de cobertura asociadas a la evolución positiva del EBITDA y de los márgenes de explotación.

La deuda agregada del sector del comercio y los servicios aumentó en el primer semestre de 2012 un 3,9% respecto al cierre de 2011. El aumento de la deuda, unido a la bajada de los resultados de explotación y al incremento de los gastos financieros, deterioró las ratios de cobertura.

El sector de la construcción e inmobiliario mantuvo su nivel de endeudamiento respecto al del cierre de 2011. Las ratios de cobertura de este sector continúan presentando los mayores niveles de riesgo financiero, con cifras muy alejadas del resto de los sectores y de los niveles existentes en el año 2005.

6 Morosidad y patrimonio neto de las entidades de crédito

Dada la particular situación que vive el sector financiero, 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, la morosidad y la solvencia de las entidades.

En el primer semestre de 2012 se observó un crecimiento agregado del volumen de crédito del 3,2%. Se trata, por tanto, del segundo semestre consecutivo de crecimiento de la inversión crediticia, tras la leve contracción registrada en el primer semestre de 2011. No obstante, el aumento observado del crédito se debe, en parte, a entidades de crédito que se encontraban inmersas en procesos de integración durante este semestre y cuyos balances se vieron incrementados con la inversión crediticia procedente de las entidades integradas. El resto de las entidades, con la excepción de tres de ellas, presentaron tasas de crecimiento inferiores a la media, incluso negativas en el caso de quince entidades, por el proceso de desapalancamiento del sector privado español, que continúa produciéndose, y la desfavorable evolución de la situación económica.

Las entidades continuaron realizando esfuerzos de optimización de sus carteras de activos ponderados por riesgo, para cumplir con las exigencias de recursos propios de la EBA y de los reales decretos-ley 2/2011 y 18/2012.

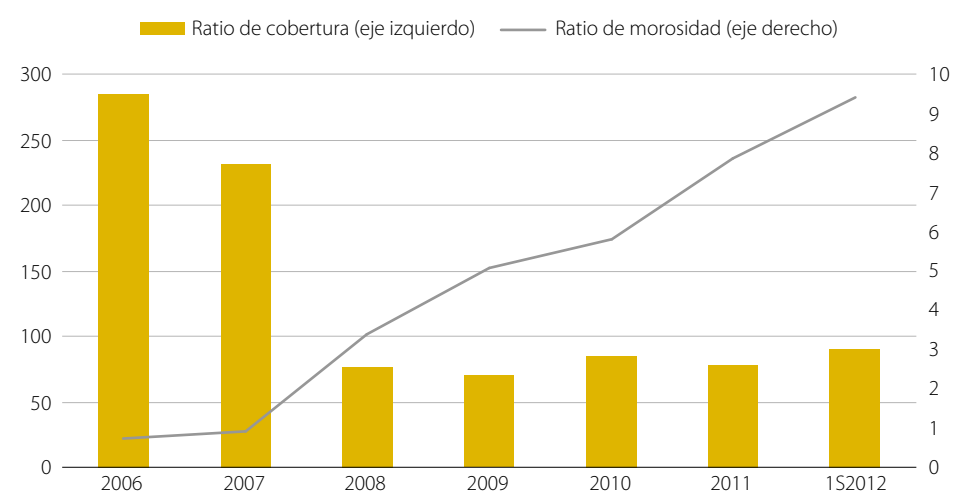
Asimismo, como dato relevante de la información financiera facilitada por las entidades cotizadas durante el primer semestre de 2012, hay que señalar el aumento de

la exposición de las entidades a la deuda soberana española, financiado en una parte significativa por los fondos facilitados por el BCE a las entidades españolas. En concreto, de acuerdo con la información facilitada, respectivamente, por el Banco de España y la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera del Ministerio de Economía y Competitividad, la inversión crediticia de las entidades de crédito al sector público aumentó en un 10%¹¹ y la cartera de renta fija pública en manos de las entidades, en un 15,6%¹².

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 2006, así como la tasa de cobertura de los activos dudosos, definida como la ratio del importe de las correcciones de valor por deterioro de activos sobre el importe de los activos dudosos.

Evolución de las ratios de morosidad y cobertura de las entidades de crédito

GRÁFICO 8



Fuente: Banco de España.

A lo largo del primer semestre de 2012 la morosidad continuó creciendo hasta alcanzar la tasa del 9,7%¹³ (la tasa más elevada desde que el Banco de España realiza un seguimiento estadístico sobre ella), en línea con el comportamiento de las principales magnitudes macroeconómicas y, en particular, con la contracción de la demanda y con la atonía del mercado de trabajo y del mercado inmobiliario, al que las entidades de crédito presentan una elevada exposición¹⁴.

En relación con la evolución de la tasa de cobertura, su disminución hasta 2009 fue en paralelo al rápido incremento de la tasa de morosidad. En 2010 se produjo un aumento apreciable de la cobertura, como consecuencia de los procesos de integración y saneamiento contra reservas de los activos de las cajas de ahorro reali-

11 Banco de España, *Boletín estadístico*, noviembre de 2012.

12 Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, *Boletín de estadísticas*, noviembre de 2012.

13 Banco de España, *Boletín estadístico*, noviembre de 2012.

14 De acuerdo con el *Boletín estadístico* del Banco de España, en septiembre de 2012 la tasa de mora se situó en el 10,7%.

zados en dicho ejercicio. En 2011, una vez absorbido este efecto, esta tasa se redujo de nuevo, hasta el primer semestre de 2012, cuando volvió a crecer debido al efecto de la aplicación de los nuevos requisitos de los reales decretos-ley 2/2012 y 18/2012.

El aumento experimentado en la morosidad desde 2007 ha incrementado el volumen de refinanciaciones y de adquisiciones o adjudicaciones de activos, especialmente de los inmobiliarios. Los bienes recibidos en pago de deudas se clasifican en el balance de las entidades, de forma general, como «activos no corrientes en venta», si bien las promociones en curso y los activos arrendados se clasifican generalmente como «otros tipos de activos» («existencias» e «inmovilizado material», respectivamente). El importe de los activos no corrientes en venta se incrementó un 35,7%, las inversiones inmobiliarias un 6,8% y las existencias un 7,1%¹⁵, para el conjunto de las entidades de crédito, respecto a junio de 2011. En relación con las entidades de la muestra, la partida más relevante de las tres mencionadas es la de activos no corrientes en venta, cuyo saldo agregado ascendía a 37.139 millones de euros al final del primer semestre de 2012.

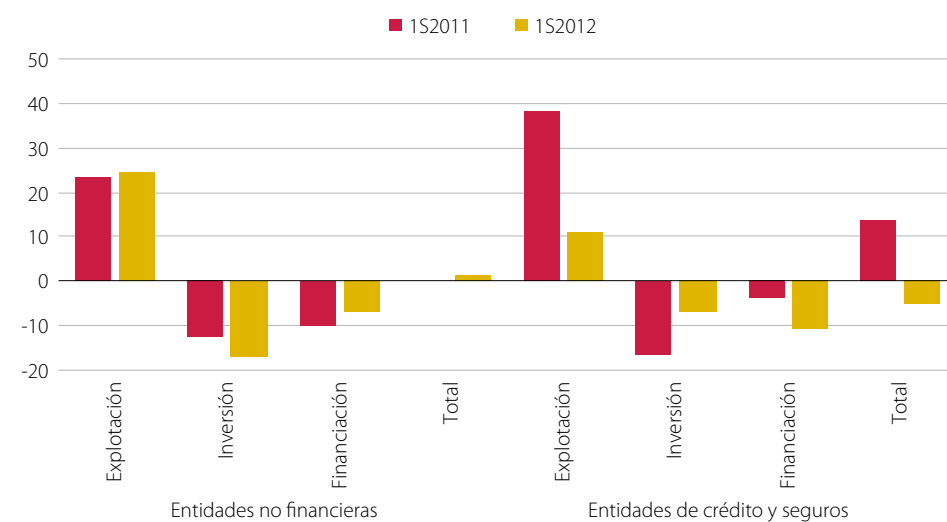
Respecto a la evolución de los distintos componentes del patrimonio neto para las entidades incluidas en la muestra, es importante reseñar los siguientes datos: (i) el valor en libros de los fondos propios se incrementó un 2,9% en el primer semestre de 2012 para atender a las nuevas exigencias regulatorias, aunque la ratio de fondos propios sobre el activo disminuyó desde el 5,6% hasta el 5,4% desde junio de 2011; (ii) los ajustes de valoración, que continuaron siendo negativos en el primer semestre de 2012, aumentaron un 55,4% en dicho periodo por el descenso de los precios de los activos disponibles para la venta; y (iii) los intereses minoritarios, que representan las participaciones en el patrimonio neto de las entidades dependientes no atribuible, directa o indirectamente, a la entidad dominante, se elevaron un 7,2%.

7 Flujos de efectivo

El gráfico 9 muestra la evolución agregada de los flujos de efectivo generados en los primeros semestres de 2011 y 2012 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 dicho periodo. Además, se diferencian las entidades no financieras de las entidades de crédito y seguros, dada la distinta naturaleza de sus actividades.

15 Estados financieros agregados publicados por la Asociación Española de Banca.

Miles de millones de euros



Fuente: CNMV.

A continuación se analiza la evolución de los flujos de efectivo a nivel sectorial.

- **Entidades no financieras.** En términos agregados, los flujos de caja generados por las actividades de explotación (24.778 millones de euros) aumentaron un 6,3% respecto al mismo periodo del año anterior. Este aumento se produjo en todos los sectores, excepto en el del comercio y los servicios.

En el primer semestre de 2012, los flujos generados por las actividades de explotación se emplearon para: (i) realizar inversiones netas de 16.953 millones de euros; (ii) efectuar pagos netos por actividades de financiación de 6.716 millones de euros; y (iii) reforzar el saldo de efectivo y equivalentes en 1.479 millones de euros.

Los pagos netos por inversiones aumentaron un 36,2% en el primer semestre de 2012 con respecto al mismo periodo del año anterior, debido a la menor entrada de flujos por desinversiones y a un ligero aumento de las inversiones.

La caída de los cobros por desinversiones se debe a que, durante el primer semestre de 2011, las compañías eléctricas ingresaron grandes cantidades de efectivo por las colocaciones del déficit de tarifa del sistema eléctrico realizadas por el FADE (Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico).

Respecto a los pagos netos por actividades de financiación, en el primer semestre de 2012 experimentaron una caída del 33,3% respecto al mismo periodo del año anterior. Destaca el descenso de los pagos de dividendos en 1.075 millones de euros, que, de no haberse producido, hubiera implicado mayores necesidades de financiación. Adicionalmente, se realizaron inversiones netas en acciones propias por un importe de 526 millones de euros durante dicho semestre.

- **Entidades de crédito y seguros.** El estado de los flujos de efectivo del conjunto de las entidades de la muestra presentó una disminución neta de efectivo y

equivalentes de 4.979 millones de euros, frente al incremento neto de 13.785 millones de euros presentado en el primer semestre de 2011. Esta disminución se debió, sobre todo, a que en dos entidades que tienen un gran peso en la muestra seleccionada el aumento de los flujos procedentes de los pasivos de explotación (que incluyen tanto financiación minorista como mayorista) no fue suficiente para cubrir el incremento de la demanda procedente de los activos de explotación (fundamentalmente la inversión crediticia).

Las actividades de explotación generaron 9.956 millones de euros, importe un 74% inferior al registrado en el mismo periodo de 2011. Estos recursos se destinaron a inversiones netas de 5.911 millones de euros y a la cancelación neta de la financiación obtenida, que supuso una salida neta de efectivo de 10.295 millones de euros. El efecto de las variaciones de los tipos de cambio implicó un incremento neto de 1.271 millones de euros de efectivo.

Las compañías aseguradoras presentaron una disminución neta de efectivo de 292 millones de euros, como consecuencia de los desembolsos por sus actividades de inversión y de financiación, que no pudieron compensar el buen comportamiento de los flujos de efectivo procedentes de sus actividades de explotación, los cuales se incrementaron en 872 millones de euros respecto al mismo periodo del año anterior.

8 Número de empleados

El cuadro 6 muestra la plantilla media y agregada para los seis sectores en el primer semestre de 2012 y en el mismo periodo de 2011. Como puede apreciarse, en el primer semestre de 2012 se observa un incremento interanual de la plantilla media del 1,5%, si bien el número de entidades que redujeron puestos de trabajo (95 entidades) fue mayor que el número de las que aumentaron su plantilla (51 entidades).

Plantilla media por sectores

CUADRO 6

Número de personas	1S2011	1S2012	Variación (%)
Energía	121.833	105.468	-13,4
Industria	257.145	267.880	4,2
Comercio y servicios	707.834	756.310	6,8
Construcción e inmobiliario	410.807	394.738	-3,9
Entidades de crédito	430.716	435.313	1,1
Entidades de seguros	42.317	40.241	-4,9
Ajustes*	-3.840	-3.513	-
Total	1.966.812	1.996.437	1,5

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.

Las operaciones corporativas realizadas por entidades de los sectores de la industria y del comercio y los servicios justifican los incrementos de su plantilla en un 4,2% y un 6,8%, respectivamente.

En cuanto a las entidades de crédito, la plantilla media agregada registró un aumento del 1,1% en el primer semestre de 2012. La reducción de plantilla efectuada por las entidades que acometieron procesos de integración y de aquellas otras que han estado intervenidas o se encuentran controladas por el FROB se vio compensada por la política de expansión internacional de dos entidades y el crecimiento de otra por un proceso de fusión. El coste medio por empleado se incrementó un 1,7% (hasta 28.700 euros, frente a 28.200 euros en el primer semestre de 2011). El número de oficinas disminuyó un 5,4% en el periodo¹⁶.

9 Dividendos

Como se observa en el cuadro 7, los dividendos distribuidos en el primer semestre de 2012 disminuyeron un 18,5% con respecto al mismo periodo del ejercicio anterior, situándose en 8.784 millones de euros.

Dividendos distribuidos por sectores

CUADRO 7

Millones de euros	1S2011	1S2012	Variación (%)
Energía	1.579	1.106	-30,0
Industria	810	904	11,6
Comercio y servicios	4.628	4.302	-7,0
Construcción e inmobiliario	757	800	5,7
Entidades de crédito	2.715	1.370	-49,5
Entidades de seguros	292	301	3,1
Ajustes*	1	1	0,0
Total	10.782	8.784	-18,5

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 el primer semestre de 2012, un 39,7% de las entidades repartieron dividendos, mientras que en el mismo periodo del ejercicio anterior lo hicieron el 43,6% de las entidades. De las 62 entidades que repartieron dividendos en 2012, el 56,5% incrementó la remuneración al accionista con respecto al mismo periodo del ejercicio anterior, un 29% la redujo y el 14,5% restante la mantuvo.

Cabe destacar que únicamente el 45,6% de los dividendos distribuidos durante el primer semestre de 2012 se realizó con cargo a los resultados, mientras que en el mismo periodo del ejercicio anterior este porcentaje ascendió al 90,3%. De esta for-

16 Fuente: Boletín estadístico del Banco de España.

ma, el descenso de los dividendos repartidos sería del 58,9% si se consideraran exclusivamente los dividendos repartidos con cargo a los resultados.

Por sectores, las entidades de crédito muestran el descenso más significativo de los dividendos distribuidos, prácticamente de un 50%. Por otro lado, el sector de la energía redujo los dividendos distribuidos en 473 millones de euros, debido, principalmente, al distinto patrón temporal en la distribución de dividendos de una sociedad con peso significativo en la muestra.

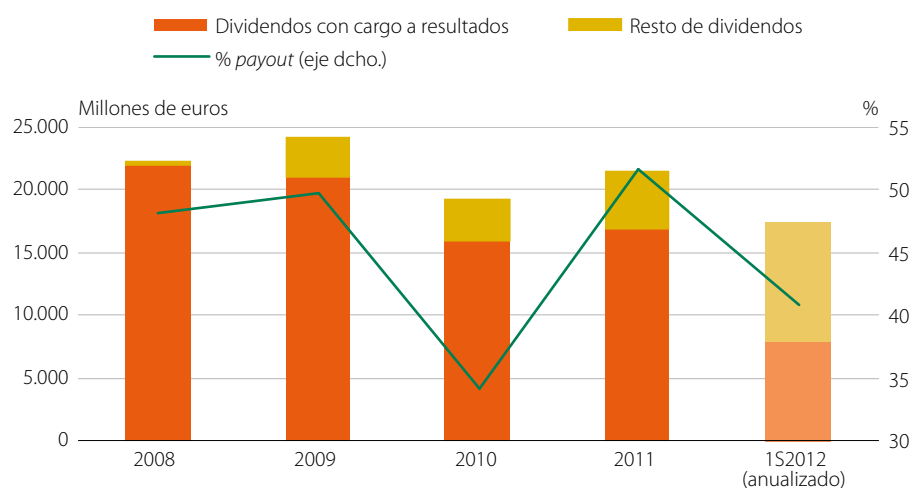
Para paliar la disminución de la retribución al accionista vía dividendos, especialmente con cargo a los resultados, las entidades están haciendo uso del *scrip dividend*, que consiste en la entrega de acciones liberadas, con la particularidad de que la entidad ofrece comprar los derechos de asignación gratuita a un precio establecido. De esta forma, el accionista puede elegir entre recibir las acciones, vender el derecho en el mercado o vendérselas a la propia entidad. La principal ventaja para los emisores es que reducen la salida de efectivo y, a la vez, se instrumenta una fórmula para retribuir a sus accionistas.

El *payout*¹⁷ agregado de las sociedades —corrigiendo los dividendos no repartidos con cargo a los resultados del ejercicio— se situó en el 40,8%, frente al 54,1% del primer semestre de 2011.

En el gráfico 10 se muestra la evolución de los dividendos repartidos en el último lustro¹⁸, distinguiendo los registrados con cargo a resultados, así como la evolución del *payout*.

Dividendos distribuidos y *payout*

GRÁFICO 10



Fuente: CNMV.

17 Porcentaje que supone el dividendo efectivamente desembolsado en el periodo sobre el resultado consolidado atribuido a la sociedad dominante. Únicamente se han considerado aquellas entidades que han repartido dividendos en el periodo.

18 En el ejercicio 2009 se ha excluido un dividendo atípico por su cuantía, que repartió la plusvalía generada en una operación corporativa registrada en el ejercicio 2008.

Para analizar la evolución del *payout* hay que tener en cuenta que esta ratio relaciona los resultados obtenidos en un ejercicio con los dividendos repartidos en dicho periodo, incluidos los dividendos complementarios relativos al resultado del ejercicio anterior. En particular, para explicar el incremento del *payout* en 2011 hay que tener en cuenta tanto la inclusión de dividendos significativos con cargo al resultado del ejercicio anterior como el descenso de los resultados del ejercicio 2011 de las entidades que distribuyeron dividendos, cifrado en torno al 30%.

10 Conclusiones

El beneficio neto del conjunto de las entidades cotizadas se redujo durante el primer semestre de 2012 un 74,0% con respecto al mismo periodo del ejercicio anterior. Todos los sectores experimentaron descensos en su beneficio neto, aunque debe destacarse la evolución mostrada por las entidades de crédito, que durante el periodo indicado generaron pérdidas por valor de 2.809 millones de euros.

El EBITDA de las entidades del sector no financiero presentó una tasa de variación negativa del 1,3%, consecuencia del actual entorno económico, donde es necesario reducir los márgenes de explotación para mejorar la competitividad. La disminución de los resultados netos fue mayor debido (i) al aumento de los gastos financieros de las empresas, (ii) los resultados negativos de las entidades valoradas por el método de la participación o puesta en equivalencia y (iii) las pérdidas registradas por el deterioro de la cartera de activos disponibles para la venta.

Por su relevancia en el entorno actual, cabe destacar que la capacidad de las entidades cotizadas para incrementar su presencia en los mercados internacionales ha compensado parcialmente la evolución negativa de sus negocios en el mercado nacional.

También es importante señalar el incremento de los flujos efectivos de explotación de las entidades no financieras respecto al mismo periodo del ejercicio anterior, así como el aumento de los pagos netos por inversiones, como consecuencia de una menor entrada de flujos de efectivo por desinversiones y un ligero aumento de las inversiones.

Los resultados agregados de las entidades de crédito registraron una elevada reducción hasta presentar pérdidas durante el primer semestre de 2012, en contraste con los beneficios registrados en el mismo periodo del ejercicio anterior. Las pérdidas se debieron al deterioro de la cartera crediticia, a las nuevas exigencias de provisiones por morosidad y a las pérdidas por deterioro de los activos no corrientes en venta (entre los que se incluyen los activos adjudicados) y las del resto de activos. Sin embargo, el margen de intereses y las comisiones netas, que representan los resultados por su negocio recurrente, sí que mejoraron en este periodo, aunque se debe señalar el efecto positivo que tuvieron sobre el margen de intereses las operaciones especiales de financiación del Banco Central Europeo.

La disminución de los resultados, junto con las dificultades para obtener liquidez mediante financiación con recursos ajenos o propios, afectó al importe de los divi-

dendos distribuidos en el primer semestre de 2012, que disminuyeron un 18,5% con respecto al mismo periodo de 2011. Las entidades, para intentar compensar la disminución de los dividendos distribuidos con cargo a los resultados, están empleando fórmulas diferentes para retribuir a sus accionistas, que suponen una salida de efectivo menor, por ejemplo mediante los denominados *scrip dividends*.

III Novedades regulatorias

Iniciativas recientes en la regulación europea de los mercados de valores: la respuesta a la crisis financiera y la revisión de las grandes directivas

M^a Julia Rodríguez de Agüero Delgado (*)

(*) M^a Julia Rodríguez de Agüero Delgado pertenece al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.

1 Introducción

Desde la caída de Lehman Brothers en el verano de 2008, uno de los detonantes más significativos de la crisis económica en la que nos encontramos aún inmersos, la Unión Europea se ha embarcado en un intenso y ambicioso proceso de reforma de su normativa financiera. Con este proceso se ha procurado, en primer lugar, identificar y corregir deficiencias que, en alguna medida, hayan podido ser causantes de la crisis o favorecer su desarrollo. Asimismo, las medidas adoptadas van encaminadas, entre otros objetivos, a reestablecer la confianza en el sector financiero, prever futuras crisis, garantizar la necesaria estabilidad del sistema y asegurar que los distintos agentes económicos se puedan seguir financiando de una forma segura y continuada.

Algunas de las reformas más significativas emprendidas por la UE durante este periodo se sitúan en el contexto de los acuerdos alcanzados en el seno del G-20 para hacer frente a la crisis financiera y prevenir su repetición en el futuro, especialmente a partir de la cumbre de Washington, en noviembre de 2008, donde se diseñó un plan para poner en funcionamiento la necesaria reforma del sistema financiero (*Action Plan to Implement Principles for Reform*)¹. Desde entonces se ha progresado de manera significativa en el desarrollo y la implementación de los compromisos asumidos, bajo la coordinación del Consejo de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board, FSB) y con una destacada intervención de los organismos internacionales relevantes en materia de estándares de regulación financiera, esto es, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, la Organización Internacional de Comisiones de Valores y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros.

En el caso europeo, las reformas legislativas y las iniciativas todavía en curso inspiradas en los acuerdos del G-20 han supuesto o, en su caso, supondrán la incorporación a la legislación comunitaria de una serie de objetivos prioritarios en el actual contexto de crisis financiera, como son, entre otros, el refuerzo de la supervisión; la mejora de la regulación prudencial de las entidades financieras; el establecimiento de sistemas de remuneración más adecuados para sus directivos; los mecanismos para prevenir o, en su caso, gestionar crisis en el ámbito de las entidades financieras sistémicas; la regulación y supervisión de agentes clave, como las agencias de *rating*; una mayor transparencia y monitorización de las transacciones OTC con productos derivados; y el incremento en la protección a los inversores minoristas.

Junto a las iniciativas destinadas, de un modo más directo, a dar respuesta a los retos derivados de la crisis financiera, también se aprecia una intensificación de aquellas más directamente relacionadas con la construcción del Mercado Único. El principal

1 Los compromisos contenidos en dicho plan pueden consultarse, entre otros sitios, en <http://www.g20.utoronto.ca/2008/2008declaration1115.html>.

motor de las propuestas legislativas más recientes de la Comisión en este campo es la revisión de las grandes directivas aprobadas durante la primera mitad de la pasada década en el contexto del Plan de Acción de Servicios Financieros, prevista en el articulado de estas normas. En concreto, ya se ha aprobado la reforma de la Directiva de Folletos y están en trámite, en el Parlamento Europeo y en el Consejo, las propuestas de la Comisión para revisar la MiFID y la normativa sobre abuso de mercado y la Directiva de Transparencia. Ni que decir tiene que la revisión de estas normas trata de abordar también insuficiencias puestas de manifiesto por causa de la crisis financiera.

En el presente artículo se pretende recopilar y describir brevemente las iniciativas legislativas más significativas emprendidas por la Comisión Europea entre septiembre de 2010 y diciembre de 2012 en el ámbito de los mercados de valores. Las iniciativas se presentan en dos grandes grupos: por una parte, las que guardan una relación más estrecha, en cuanto a su motivación, con la crisis financiera, entre las que destacan las asociadas al desarrollo de la reforma financiera internacional preconizada por el G-20; por otra parte, las más directamente relacionadas con el objetivo de potenciar el mercado único de valores, entre las que destacan especialmente las propuestas de revisión de las grandes directivas aprobadas en el contexto del Plan de Acción de Servicios Financieros.

Muchas de las iniciativas que se comentarán comparten, en su motivación, características de ambos grupos. Conviene tener en cuenta que el proceso legislativo en la Unión Europea es dinámico, de tal forma que iniciativas que nacieron con un propósito determinado han experimentado modificaciones en su contenido según se ha ido desarrollando su tramitación. Dada la velocidad a la que se han ido sucediendo los acontecimientos en estos dos últimos años, algunas modificaciones han tenido lugar, incluso, en la fase de redacción de la propuesta por parte de la Comisión.

Entre las iniciativas comentadas se incluyen tanto las que ya han dado lugar a normas aprobadas, como las que todavía se hallan en fase de tramitación ante el Parlamento Europeo y el Consejo o, incluso, en algunos casos, en una fase preliminar a la presentación formal de la propuesta por parte de la Comisión Europea. También se incluyen algunas iniciativas que han sido incorporadas por la Comisión Europea en su programa de iniciativas para 2013. En cada caso se informa al lector del estado actual de las iniciativas. En el cuadro 1 se ofrece una relación de las iniciativas comentadas en el artículo, organizadas con arreglo a los criterios expuestos.

El artículo se organiza como sigue. En la sección segunda se describen las iniciativas que pretenden, de un modo más directo, dar respuesta a los problemas suscitados por la crisis financiera, distinguiendo las que están más estrechamente relacionadas con las propuestas del G-20. En la sección tercera se comentan las iniciativas destinadas, principalmente, a la consolidación del mercado único de servicios financieros. El artículo se cierra con un breve apartado de conclusiones.

Periodo septiembre de 2010-diciembre de 2012

	Crisis financiera		Mercado único
	Recomendaciones del G-20	Otras	
Aprobadas	Directiva 2010/76/UE (CRD 3), de 24 de noviembre de 2010. Requisitos de capital, políticas de remuneración y supervisión prudencial de entidades financieras.		Directiva 2010/73/UE, de 24 de noviembre de 2010. Simplificación de cargas administrativas para emisores y mejoras en el contenido de los folletos.
	Directiva 2010/78/UE y reglamentos (UE) 1092/2010, 1093/2010, 1094/2010, 1095/2010 y 1096/2010, de 24 de noviembre de 2010. Nueva arquitectura supervisora europea.		
	Reglamento (UE) 513/2011, de 11 de mayo de 2011. Supervisión de las agencias de calificación crediticia, protección al inversor e incremento de la competitividad entre agencias.		
	Directiva 2011/61/UE, de 8 de junio de 2011. Regulación de los gestores de fondos de inversión alternativos.		
	Reglamento (UE) 236/2012, de 14 de marzo de 2012. Ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago.		
En tramitación	Reglamento (UE) 648/2012 (EMIR), de 4 de julio de 2012. Obligación de compensación centralizada de derivados OTC, regulación relativa a cámaras de contrapartida y registro de operaciones.		
	Propuesta de revisión de la regulación sobre requisitos de capital (CRD IV), de 20 de julio de 2011. Nuevas disposiciones sobre capital, liquidez, gobierno corporativo y sanciones de entidades financieras.	Propuesta de revisión de la Directiva sobre sistemas de garantías de inversiones, de 12 de julio de 2010. Mejoras en la protección al inversor, ampliación de la cobertura y de los supuestos de protección.	Propuesta de revisión de la regulación sobre mercados e instrumentos financieros (MiFID) de 20 de octubre de 2011. Extensión de normas de transparencia a otros instrumentos financieros, introducción de nueva categoría de centro de negociación y mejoras sobre gobierno corporativo, protección al inversor y régimen sancionador.
	Propuesta de revisión de la regulación sobre agencias de calificación crediticia, de 15 de noviembre de 2011. Medidas para evitar una excesiva dependencia de calificaciones de agencias, favorecer la diversidad e independencia entre agencias y la transparencia de la información.	Propuesta de revisión de las normas de auditoría para el sector financiero, de 30 de noviembre de 2011. Introducción de reglas de rotación, mejora de la independencia de auditores y su supervisión.	Propuesta de revisión de la regulación sobre abuso de mercado (MAD), de 20 de octubre de 2011. Extensión del ámbito de aplicación a otros centros de negociación y mercados OTC e introducción de sanciones penales.
	Propuesta de directiva sobre gestión de crisis de bancos y empresas de servicios de inversión, de 6 de junio de 2012. Prevención de crisis, intervención temprana y resolución de entidades.	Propuesta de reglamento sobre fondos de capital-riesgo europeos, de 7 de diciembre de 2011. Normas armonizadas para comercializar fondos europeos de capital-riesgo.	Propuesta de revisión de la Directiva de Transparencia, de 25 de octubre de 2011. Simplificación de requisitos y armonización del régimen de comunicación de participaciones significativas.
		Propuesta de reglamento sobre productos preempaquetados de inversión minorista (PRIIP), de 3 de julio de 2012. Introducción del Documento de Información Clave («KID»).	Propuesta de reglamento sobre depositarios centrales de valores, de 7 de marzo de 2012. Armonización de normativa relativa a los depositarios, introducción de pasaporte y revisión de la disciplina de mercado.
		Propuesta de modificación de la Directiva sobre IIC (UCITS V), de 3 de julio de 2012. Normas sobre retribución de los gestores y funciones y responsabilidades del depositario.	
	Propuesta legislativa sobre gestión de crisis de instituciones financieras distintas de bancos y empresas de servicios de inversión (principalmente infraestructuras de mercado con importancia sistémica).		Propuesta de reglamento sobre valores negociables.
Previstas para 2013	Propuesta legislativa para regular el sistema para-bancario (<i>shadow banking system</i>).		

2 Iniciativas relacionadas con la crisis financiera

2.1 Iniciativas inspiradas en las recomendaciones del G-20

2.1.1 Reforma en materia de requisitos de capital para la cartera de negociación, retitulizaciones y supervisión de las políticas de remuneración de las entidades financieras (Directiva 2010/76/UE)

La Directiva 2010/76/UE, de 24 de noviembre de 2010, por la que se modifican las directivas de adecuación de capital vigentes (directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE) en lo que respecta a los requisitos de capital para la cartera de negociación, las retitulizaciones y la supervisión de las políticas de remuneración, se enmarca dentro de las primeras respuestas de la UE a la crisis financiera. En su conjunto, las reformas introducidas por esta directiva van dirigidas a la mejora de la gestión de riesgos, la transparencia y las prácticas inversoras, especialmente en relación con las operaciones de titulización y retitulización y los sistemas de incentivos. La Directiva resulta aplicable tanto a las entidades de crédito como a las empresas de servicios de inversión, en este caso siempre que no se dediquen exclusivamente al asesoramiento financiero.

Esta directiva, conocida en la jerga comunitaria como CRD III, figuraba ya en el programa de trabajo de la Comisión para 2008, aunque la propuesta formal de revisión de la Comisión no se produjo hasta julio de 2009. Inspirada, en su mayor parte, en las recomendaciones del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, algunas de las reformas más importantes finalmente introducidas fueron perfilándose a la luz de las recomendaciones emanadas de diferentes reuniones del G-20.

Así, por ejemplo, en el caso de las titulizaciones, en la cumbre del G-20 de Londres de abril de 2009 se decidió que había que desarrollar sistemas de incentivos que favoreciesen una adecuada gestión del riesgo. Unos meses más tarde, en la cumbre de Pittsburgh de septiembre de 2009, se acordó implantar una obligación de retención de parte de los activos titulizados por las entidades originadoras.

En cuanto a las políticas de remuneración, las medidas recogidas en la Directiva se inspiraron en los resultados de la reunión de Pittsburgh, ya mencionada, y en las celebradas en Toronto (junio de 2010) y Seúl (noviembre del mismo año). Lo que se persigue con estas políticas de remuneración es desincentivar decisiones cortoplacistas que conlleven una asunción de riesgos inadecuada. La nueva regulación obliga a los supervisores a mantener un adecuado régimen de sanciones en esta materia.

2.1.2 Creación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico y de las autoridades europeas de supervisión (Directiva 2010/78/UE y reglamentos 1092/2010, 1093/2010, 1094/2010, 1095/2010 y 1096/2010)

El nuevo marco de supervisión del sistema financiero europeo, vigente desde enero de 2011, pretende dar respuesta a debilidades puestas en evidencia por la crisis financiera y cuya necesidad de solución se reafirmó en la reunión del G-20 de abril de 2009 en Londres, en particular, respecto a los problemas de coordinación entre supervisores nacionales y a la carencia de una adecuada supervisión macroprudencial.

El diseño de los nuevos organismos contemplados en esta iniciativa se basó en las conclusiones del denominado «Informe Larosière», publicado en febrero de 2009 como resultado del encargo del presidente de la Comisión Europea al grupo de expertos presididos por Jacques de Larosière para asesorar sobre el futuro de la regulación y la supervisión europeas².

En conformidad con las recomendaciones del Financial Stability Forum³, el nuevo sistema de supervisión europeo se basa en dos pilares: la supervisión microprudencial y la supervisión macroprudencial. El primero se materializa a través de tres autoridades europeas de supervisión financiera (European Supervisory Authorities, ESA): la Autoridad Bancaria Europea (European Banking Authority, EBA), la Autoridad Europea de Valores y Mercados (European Securities and Markets Authority, ESMA) y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA). Las ESA sustituyen a los antiguos comités sectoriales europeos (de banca, valores y seguros), que tenían reconocida una función esencialmente consultiva, o de asesoramiento, respecto a la Comisión Europea. Las nuevas instituciones conservan esa función, pero, además, son consideradas como «autoridades», con determinadas competencias supervisoras directas que podrían verse incrementadas en el futuro.

Así, la constitución de las ESA pretende, entre otros objetivos: (i) mejorar la coordinación entre supervisores nacionales; (ii) desarrollar la regulación comunitaria a través de la elaboración de normas técnicas de regulación, cuando así lo señale la legislación comunitaria de rango superior; (iii) elaborar normas técnicas de ejecución, directrices y recomendaciones como apoyo a las autoridades nacionales y para promover una mayor convergencia supervisora que asegure una aplicación consistente de la normativa común; (iv) afianzar a los colegios de supervisores como instrumento de cooperación entre autoridades en la supervisión de entidades con actividad transfronteriza; (v) asegurar el intercambio de información y puntos de vista entre los distintos supervisores nacionales; y (vi) actuar con rapidez en caso de emergencia, por ejemplo, prohibiendo la negociación de ciertos instrumentos financieros⁴.

En cuanto al pilar macroprudencial, se crea la Junta Europea de Riesgo Sistémico (European Systemic Risk Board, ESRB), con el objetivo de implementar una supervisión de este tipo a nivel europeo, superando la fragmentación, cuando no la ausencia, del análisis macroprudencial a nivel nacional. Cabe destacar que este fue, también, el objetivo básico subyacente a la transformación del antiguo FSF en el actual Financial Stability Board (FSB).

2 El Informe está disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf

3 *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, de 7 de abril de 2008 (http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0804.pdf).

4 En relación a la nueva arquitectura de supervisión europea, especialmente en lo que se refiere a las facultades de ESMA, véase J. Munuera Cebrián y A. Martín de Diego (2011), «La Autoridad Europea de Valores y Mercados», Boletín Trimestral de la CNMV, tercer trimestre, disponible en http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/BTIII2011_web.pdf

2.1.3 Modificaciones en la regulación de las agencias de calificación crediticia (Reglamento 513/2011) e iniciativas posteriores en esta materia (en trámite)

El Reglamento (CE) nº 1060/2009, de 16 de septiembre de 2009, regulador de las agencias de calificación crediticia, entró en vigor el 7 de diciembre de 2010. A través de dicho reglamento se exige a las agencias de calificación el cumplimiento de una serie de normas de conducta para evitar los conflictos de interés detectados hasta el momento, así como la revisión periódica de sus metodologías y *ratings*. En lo esencial, el Reglamento traslada al ámbito europeo las recomendaciones en esta materia formuladas por el Foro de Estabilidad Financiera en 2008, el Consejo de Estabilidad Financiera en 2009 y la cumbre del G-20 del mismo año en Londres.

La actuación de las agencias de calificación crediticia ya había merecido la atención de los reguladores antes de la crisis, como se aprecia, por ejemplo, en la elaboración de un código de conducta para este sector, a cargo de IOSCO, en octubre de 2004⁵. Sin embargo, la introducción de regulación en esta materia guarda una estrecha relación con el análisis sobre el origen y el impacto de la crisis financiera.

En el caso europeo, el proceso regulador se ha visto influenciado, además, por la experiencia concreta de la crisis de la deuda soberana europea. Así, a partir de una propuesta de la Comisión Europea de junio de 2010, el Reglamento 1060/2009 fue reformado a través del Reglamento (UE) nº 513/2011, de 11 de mayo, con la finalidad de mejorar la supervisión y la protección al inversor e incrementar, al mismo tiempo, la competitividad entre las agencias. Para alcanzar estos objetivos, el Reglamento asigna directamente la función supervisora de las agencias de calificación a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y se decanta por el incremento de la transparencia de las entidades calificadas, de tal forma que todas las agencias tengan acceso a la misma información.

En noviembre de 2011, la Comisión presentó una nueva propuesta legislativa, compuesta por un reglamento y una directiva, con el objetivo de completar y reforzar la legislación actual sobre agencias de calificación. Esta propuesta también se halla actualmente en trámite.

Entre otras medidas, la iniciativa de la Comisión de noviembre de 2011 propone las siguientes: (i) que los emisores de productos estructurados realicen desgloses adicionales a fin de que los inversores puedan adoptar decisiones sin tener que depender de las calificaciones externas otorgadas por las agencias; (ii) que las entidades financieras estén obligadas a elaborar sus propias valoraciones de riesgo de crédito y dejen de utilizar, en exclusiva y de una forma mecánica, las calificaciones externas; (iii) que las autoridades europeas de supervisión y la Junta Europea de Riesgo Sistémico eviten las referencias a las calificaciones externas de las agencias en sus directrices, recomendaciones y normas técnicas; y (iv) que se introduzcan reglas más estrictas en referencia a las calificaciones de deuda soberana.

En particular, en relación con las calificaciones de deuda soberana, se propone una mayor frecuencia en la elaboración de calificaciones externas (dos veces al año en

5 IOSCO, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, octubre de 2004. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD173.pdf>

vez de una), que las calificaciones se publiquen antes de la apertura de los mercados, que se mejore la calidad de las calificaciones y la transparencia de las mismas (a través de la publicación de informes completos) y que las agencias informen a los gobiernos el último día laborable anterior a la publicación de una nueva calificación.

La propuesta de noviembre de 2011 también contempla la introducción de medidas para favorecer la diversidad e independencia de las agencias. En concreto, se propone: (i) la prohibición de que los accionistas con participación significativa (superior al cinco por ciento) en una agencia adquieran participaciones significativas en otras agencias; (ii) la prohibición, para las agencias, de calificar a sus accionistas con participaciones superiores al diez por ciento; (iii) que una misma agencia solo pueda emitir calificaciones sobre un determinado instrumento o entidad durante tres años, o seis en caso de que el instrumento o entidad haya sido calificado por dos agencias; y (iv) que los emisores que soliciten la calificación de productos complejos tengan la obligación de recurrir, como mínimo, a dos agencias independientes entre sí.

Otros aspectos igualmente contemplados por esta propuesta son el refuerzo de la transparencia y que se facilite la comparación entre las calificaciones de las distintas agencias por parte de los inversores. Con tal fin, la propuesta prevé la publicación de un índice por parte de ESMA, compuesto por todas las calificaciones disponibles sobre instrumentos de deuda, así como la obligación de que las agencias informen a esta autoridad y obtengan su autorización previa en caso de modificación de la metodología usada.

La propuesta de la Comisión de noviembre de 2011 refuerza el régimen de responsabilidad civil de las agencias. Así, en caso de infracción, deliberada o por negligencia grave, de algún precepto del reglamento regulador de las agencias que haya podido causar impacto en las calificaciones, los inversores estarán legitimados para interponer una reclamación por responsabilidad civil contra la agencia por el daño causado.

Finalmente, cabe señalar que, conforme a las recomendaciones emitidas por el FSB en octubre de 2010 y ratificadas en la cumbre del G-20 de noviembre de 2010 en Seúl, la Comisión Europea ha propuesto una serie de medidas para potenciar el análisis interno en el seno de las entidades de crédito y de las empresas de inversión, y evitar una excesiva dependencia de estas entidades respecto a las calificaciones emitidas por las agencias de *rating* en relación con el cálculo de los requisitos de capital y las decisiones de inversión. Estas medidas están incluidas en la propuesta de revisión de la Directiva sobre Requisitos de Capital (conocida como CRD IV), publicada el 20 de julio de 2011 y que se halla en trámite.

2.1.4 Directiva sobre gestores de fondos de inversión alternativos (Directiva 2011/61/UE)

Esta directiva, aprobada el 8 de junio de 2011, también se enmarca dentro de las primeras medidas de actuación coordinada adoptadas en el contexto del G-20 como respuesta a la crisis financiera. A finales de 2008 se estimó que el sector de los fondos de inversión alternativos gestionaba activos por valor de dos billones de euros. A pesar del considerable tamaño de este segmento de la industria financiera, estas

instituciones no estaban sujetas a regulación, ni siquiera a un régimen de información que pudiera resultar útil a efectos de evaluación macroprudencial. El potencial sistémico de estos fondos quedaba acreditado, a juicio del G-20, por la naturaleza de sus actividades, que conllevaban una serie de riesgos para sus inversores y contrapartes, así como para la eficiencia y estabilidad de los mercados financieros.

La Directiva tiene como objetivo establecer un marco legal armonizado a nivel europeo que favorezca el desarrollo de un mercado único de fondos de inversión alternativos. Se pretende que dicho marco legal esté en consonancia con las conclusiones del informe emitido por el FSF en abril del 2008 y de la cumbre del G-20 de Londres, de abril de 2009, en relación con el fortalecimiento del sistema financiero, en las que se aboga por establecer una regulación adecuada de aquellas instituciones financieras cuyos problemas puedan generar riesgo sistémico⁶.

El ámbito subjetivo de la Directiva se centra en las entidades gestoras de fondos de inversión alternativa, quedando obligadas a cumplir sus prescripciones todas aquellas que gestionen activos iguales o superiores a 100 millones de euros (o 500 millones en caso de que se recurra al apalancamiento y sus partícipes mantengan su inversión en el fondo menos de cinco años). Entre otras medidas, la norma exige de estas entidades: (i) que cumplan requisitos de autorización y registro, contemplándose asimismo el establecimiento de requisitos para sus administradores y los depositarios de los fondos; (ii) que suministren información adecuada a las autoridades competentes a efectos de supervisión; (iii) que mejoren la transparencia con respecto a los inversores (lo cual repercute positivamente en su protección); (iv) que dispongan de sistemas de gestión del riesgo y de la liquidez adecuados; y (v) que eviten los conflictos de intereses y estén sujetas a unos estándares de gobierno corporativo adecuados.

La Directiva contempla, asimismo, el acceso al mercado europeo de los gestores de fondos de gestión alternativa de terceros países, tanto para operar con pasaporte como sin él. En el caso de que quieran operar con pasaporte, tal acceso está condicionado a que ESMA asesore favorablemente a la Comisión en el plazo de dos años, desde que termine el periodo de transposición de la Directiva, sobre la extensión del pasaporte europeo a los gestores de terceros países y a que se verifique la equivalencia en el cumplimiento de estándares regulatorios y supervisores en esos países⁷.

2.1.5 Reglamento sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago (Reglamento [UE] 236/2012)

Este reglamento se aprobó el 14 de marzo de 2012, tras un año y medio de tramitación en el Parlamento Europeo y en el Consejo.

Su principal precedente se encuentra en las medidas de emergencia para restringir o prohibir las ventas en corto adoptadas en diversos Estados Miembros de la UE y

6 *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resiliency*, abril de 2008. Disponible en http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0804.pdf

7 Para una descripción detallada de esta directiva, véase J. Rius Riu (2011), «La Directiva sobre gestores de fondos de inversión alternativos», Boletín Trimestral de la CNMV, primer trimestre, disponible en http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/BTI2011_web.pdf

en EEUU en otoño de 2008. Así mismo, en marzo de 2010, algunos Gobiernos expresaron su inquietud por el papel desempeñado por las permutas de cobertura por impago (*credit default swaps*, CDS) en la crisis de los bonos soberanos griegos. En el ámbito del G-20 ya se habían expresado inquietudes relacionadas con los CDS en la cumbre de Londres de abril de 2009, aunque no se formularon recomendaciones concretas hasta la cumbre de Seúl, en noviembre de 2010.

En condiciones normales, las ventas en corto pueden ayudar a que exista una mayor liquidez en el mercado y a que la formación de los precios sea más eficiente. Sin embargo, en momentos de fuerte inestabilidad, también pueden contribuir a ampliar las perturbaciones en los mercados y favorecer la transmisión de riesgos sistémicos al conjunto del sistema financiero.

A la hora de regular estas operaciones, el Reglamento aprobado establece, en primer lugar, un régimen de transparencia sobre la adquisición y el mantenimiento de posiciones cortas (incluidas las obtenidas a través de CDS). Así, deberán notificarse las posiciones cortas netas individuales a los reguladores cuando se supere un 0,2% del capital en acciones emitido por la sociedad afectada y deberán hacerse públicas cuando se supere el 0,5%. Por tanto, se proporciona más información a los participantes del mercado, a la vez que se asegura que los supervisores dispondrán de mayor información para detectar riesgos potenciales. El Reglamento contempla algunas exenciones y excepciones a la obligación de transparencia, aplicables a operaciones en el mercado primario y a creadores de mercado.

En segundo lugar, para hacer frente a los efectos potencialmente indeseables de estas operaciones, el Reglamento atribuye poderes a los reguladores para restringir o prohibir las ventas en corto o las permutas de cobertura por impago en situaciones de alta inestabilidad de los mercados. Para evitar riesgos de arbitraje regulatorio, se han homogeneizado los supuestos de actuación por parte de los reguladores, concretándose en la facultad de restringir temporalmente las ventas en corto de instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado organizado y cuyo precio haya descendido por debajo de un cierto umbral cuantitativo. Asimismo, se contempla la posibilidad de restringir o prohibir temporalmente, en situaciones excepcionales, la venta en corto de algunos o todos los instrumentos financieros, incluidos los CDS. Tales restricciones deben introducirse bajo la coordinación de la Autoridad Europea de Valores y Mercados, que, además, cuando concurren circunstancias excepcionales, tendrá la facultad de aprobar medidas temporales de restricción o prohibición con aplicación directa en los mercados de los Estados Miembros.

Finalmente, el Reglamento también contempla el establecimiento de ciertos requisitos, aplicables en el momento de la negociación, dirigidos a reforzar la disciplina de liquidación ante el riesgo de que un vendedor que opere en corto no llegue a entregar las acciones al comprador en la fecha de liquidación y se produzca un aumento de la volatilidad de los precios. Con tal fin, antes de efectuar una venta en corto, se exige haber tomado en préstamo las acciones o haber llegado a un acuerdo para tomarlas, o haberse asegurado de otro modo de que podrán tomarse en préstamo las acciones en el momento de la liquidación (lo que se ha denominado «regla de la localización»). Asimismo, quienes realicen ventas en corto en las que no se llegue a efectuar la entrega deberán responder de la infracción cometida, previéndose procedimientos de recompra o sanciones pecuniarias en caso de incumplimientos a la

fecha de liquidación. También en este caso se contemplan algunas excepciones para los creadores de mercado y ciertas operaciones del mercado primario.

2.1.6 Reglamento relativo a derivados OTC, contrapartes centrales y registro de operaciones (Reglamento UE 648/2012)

Acontecimientos como la quiebra de Lehman Brothers y el rescate de AIG en 2008 pusieron de relieve las deficiencias funcionales y la falta de regulación de los mercados OTC (*over the counter*) para productos derivados, a pesar de que el grueso de estos instrumentos se negociaba a través de dichos mercados.

Con objeto de reducir el riesgo sistémico asociado a este tipo de mercados, se llegó a un compromiso en el seno del G-20, fundamentalmente en las reuniones de Londres de abril de 2009 y de Pittsburgh de septiembre del mismo año, para exigir una mayor transparencia de la negociación, obligando a la compensación de los contratos de derivados estandarizados a través de cámaras de contrapartida central y a registrar las operaciones de los que se siguiesen compensando bilateralmente a través de entidades especializadas (*trade repositories*).

Debe señalarse que en el ámbito europeo ya existía una cierta preocupación por la insuficiente regulación de las cámaras de compensación con anterioridad a la crisis, aunque motivada fundamentalmente por los obstáculos a la integración de los mercados europeos que se derivaban de la inexistencia de una regulación armonizada en este campo. De hecho, inspirada por las conclusiones de los dos informes del denominado Grupo Giovannini, constituido a instancias de la Comisión Europea y publicados en 2001 y 2003, la Comisión llegó a proponer un proyecto de regulación armonizada de las cámaras de compensación en su programa de trabajo de 2006.

El impulso actual de la regulación de las cámaras de compensación se debe al peso en su contenido de las reformas que afectan a los derivados OTC. Fruto del mismo es el Reglamento (UE) 648/2012 del Parlamento Europeo y el Consejo, conocido en el ámbito comunitario como EMIR (European Market Infrastructure Regulation). Dicho reglamento fue aprobado el 4 de julio de 2012 y tiene su origen en una propuesta de la Comisión Europea formulada el 15 de septiembre de 2010.

Los elementos clave de esta norma son los siguientes:

- Reducción del riesgo de crédito de contraparte: como novedad principal se dispone que aquellos derivados OTC calificados como normalizados de acuerdo con unos criterios predefinidos, entre ellos, que gocen de una elevada liquidez, pasen obligatoriamente a compensarse a través de cámaras de contrapartida central. Estas cámaras son entidades que se interponen entre las dos partes de una transacción y asumen el riesgo de contraparte frente a ambas.
- Para el resto de los productos derivados que se sigan compensando bilateralmente, se exigen determinados requisitos en materia de gestión de riesgos de contraparte a las entidades financieras que participen en estas operaciones, entre ellos mayores exigencias de capital.

- Armonización a nivel europeo tanto de las normas de conducta, como de los requisitos organizativos y prudenciales para las contrapartes centrales.
- Comunicación a las entidades de registro de operaciones (*trade repositories*) de las transacciones con derivados OTC, información a la que, además, los supervisores nacionales deben tener acceso. La Autoridad Europea de Valores y Mercados es responsable de la autorización y supervisión de estos registros. Es importante resaltar que los registros de operaciones deben publicar posiciones agregadas por cada clase de derivados, a fin de que todos los participantes en estos mercados dispongan de una información más clara sobre su evolución.
- Ámbito de aplicación: este punto fue uno de los que suscitó mayor discusión, acordándose finalmente la inclusión en el ámbito subjetivo de aplicación de la norma tanto a las entidades financieras que utilicen derivados OTC, como a las entidades no financieras que mantengan posiciones significativas en estos tipos de derivados. No obstante, en este segundo caso, se entienden exentas de la obligación de compensar a través de una cámara de contrapartida central las empresas que utilicen los derivados OTC como cobertura del riesgo generado por su actividad principal.
- Introducción de requisitos de valoración, gestión y mitigación del riesgo operativo para las entidades que operen con derivados OTC.

2.1.7 Propuesta de reforma en materia de capital, liquidez y gobernanza de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión (en trámite)

Apenas unos meses después de aprobarse la reforma de la Directiva 2010/76/UE, sobre acceso a la actividad de entidades de crédito y supervisión prudencial de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, conocida como CRD III, la Comisión Europea publicó una propuesta de reforma de esta directiva (CRD IV). El objeto de la propuesta, publicada con fecha 20 de julio de 2011, es reforzar las disposiciones en materia de capital, liquidez, gobierno corporativo y sanciones.

Esta iniciativa supone un cambio sustancial respecto a las anteriores reformas de la Directiva de Adecuación de Capital, puesto que, por primera vez, parte de los requisitos prudenciales para las entidades se instrumentan a través de un reglamento y no, exclusivamente, a través de una directiva. Por tanto, una vez aprobada esta iniciativa, su aplicación será inmediata. Por otra parte, la propuesta pretende asegurar una mayor uniformidad del contenido, al pasar de una regulación de mínimos a una de máximos.

En lo que a gobierno corporativo se refiere, las principales modificaciones van dirigidas a reforzar los requisitos exigibles a los miembros del consejo de administración y su responsabilidad. Así, se estipulan nuevas obligaciones legales, algunas de las cuales estaban recogidas con anterioridad en forma de recomendaciones, en relación al tiempo de dedicación de los consejeros, a su adecuación en términos de experiencia, honorabilidad y conocimientos y al deber de estar informados sobre la política de riesgos de la entidad. Igualmente, la reforma contempla otras prescripciones, como las referidas a la promoción de la diversidad en la composición del consejo, a la separación de la presidencia de este órgano respecto a la función de consejero

delegado o al refuerzo de la posición e independencia del comité de riesgos (o de quien esté encargado de la función de gestión de riesgos).

En materia de sanciones, esta propuesta traslada al ámbito de la regulación bancaria las conclusiones de la Comunicación de la Comisión sobre regímenes sancionadores más rigurosos en el sector de los servicios financieros⁸. En el caso de las empresas de servicios de inversión, tales conclusiones se trasladan principalmente a través de la modificación de la MiFID.

2.1.8 Propuesta de directiva sobre gestión de crisis en el sector bancario y las empresas de inversión (en trámite)

El pasado 6 de junio de 2012, la Comisión Europea presentó una propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo encaminada a establecer un marco armonizado en el ámbito europeo en relación con la gestión de las situaciones de crisis en el sector bancario y en el ámbito de las empresas de servicios de inversión. La propuesta contempla la adopción de medidas de orden preventivo y, en su caso, de gestión de los procesos de recuperación o liquidación de las entidades. En última instancia, la propuesta tiene como finalidad prevenir el riesgo sistémico, proteger a los depositantes de las entidades bancarias y reducir el coste de la reconducción de las situaciones de crisis para los contribuyentes.

Aunque esta iniciativa legislativa va dirigida a evitar, en lo posible, futuros rescates bancarios, resulta también aplicable a las empresas de servicios de inversión, encuadradas, como las primeras, en el ámbito de cobertura de la Directiva sobre Requisitos de Capital.

La propuesta está en línea con las recomendaciones del G-20, técnicamente desarrolladas por el FSB, en orden a fijar un marco para la prevención y la gestión de crisis. El caso de Lehman Brothers, y de otras entidades financieras en el transcurso de la actual crisis, ha puesto de manifiesto cómo los problemas que afectan a una entidad determinada pueden acabar afectando a todo el sistema financiero. Durante los últimos años el FSB ha trabajado activamente en la elaboración de criterios uniformes en esta materia, criterios que ya se reflejan en gran medida tanto en la propuesta de directiva de la Comisión Europea como en iniciativas similares adoptadas en Estados Unidos y otros países.

Como se ha indicado, la directiva propuesta se centra en tres fases distintas: la prevención de crisis, la intervención temprana y la resolución de entidades. En la parte preventiva se establece que las entidades deben elaborar unos planes de recuperación que se aplicarían en caso de deterioro de su situación financiera. Así mismo, las autoridades nacionales competentes deben elaborar para cada entidad un plan de resolución. Ambos tipos de planes deberán elaborarse tanto a nivel consolidado para cada grupo, como individualmente para cada entidad. En paralelo, se prevé la posibilidad de que se establezcan acuerdos intragrupo de apoyo financiero, siempre que tales acuerdos hayan sido autorizados por los supervisores y los accionistas de cada entidad del grupo.

8 http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/sanctions/COM_2010_0716_es.pdf

En cuanto a la fase de intervención temprana por parte de las autoridades competentes, se contempla que esta se produzca en caso de que una entidad no satisfaga, o sea previsible que no vaya a satisfacer, los requisitos de capital reglamentarios. En este momento se puede exigir a la entidad, entre otras medidas, que ponga en funcionamiento los planes de recuperación, que convoque junta general de accionistas para la adopción de medidas urgentes o que elabore un plan de reestructuración de la deuda con los acreedores. También prevé el relevo de los administradores y el nombramiento de un administrador especial hasta que se restaure la situación financiera de la entidad.

Por último, se contempla la posibilidad de una fase de resolución de las entidades en caso de que las medidas de precaución e intervención temprana no hayan surtido el efecto deseado. Esta fase puede producirse bajo las mismas premisas que dan lugar a la declaración de insolvencia de una entidad, solo que en este caso ha de apreciarse un interés general que justifique que sea la autoridad administrativa correspondiente la que se haga con el control de la entidad y adopte las medidas de resolución que estime oportunas.

Dentro de las posibles medidas contempladas en esta fase se encuentran la constitución de una entidad puente, la venta de parte de las líneas de negocio de una entidad, la segregación de los activos tóxicos, con el objeto de que pasen a una entidad especializada en la gestión de este tipo de activos, y la activación de mecanismos de rescate interno de la entidad (*bail-in*) mediante diversas fórmulas de asunción de pérdidas y/o recapitalización de la entidad por parte de accionistas y acreedores (conversión de obligaciones en acciones, reducción del nominal a devolver a los bonistas, etcétera).

En lo que respecta a la financiación de tales medidas, cada Estado Miembro deberá establecer mecanismos de financiación cubiertos por las propias entidades financieras. Estos mecanismos podrán mutualizarse para atender casos de resolución transfronteriza de grupos financieros.

En España se ha aprobado recientemente la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito. Dicha ley está basada en la propuesta comunitaria, si bien se enmarca dentro del programa de asistencia a España (por parte del Eurogrupo) para la recapitalización del sector financiero. De esta forma, España pasa a engrosar el listado de países europeos (como Dinamarca, Países Bajos o Reino Unido) que tienen ya vigente un sistema de reestructuración y resolución de entidades bancarias. No obstante, tales sistemas deberán ser modificados, como se recoge en la exposición de motivos de la propia norma española, cuando en el ámbito de la Unión Europea se acuerde un texto final de directiva, entre otras razones para adaptar el régimen aplicable a las empresas de servicios de inversión.

2.1.9 Iniciativas previstas en 2013: infraestructuras posnegociación con relevancia sistémica y *shadow banking*

La Comisión Europea tiene previsto el lanzamiento en 2013 de nuevas iniciativas legislativas estrechamente relacionadas con la agenda regulatoria internacional del

G-20. En concreto, las iniciativas previstas por la Comisión se centran en la gestión de crisis de determinadas entidades financieras no bancarias, como las cámaras de contrapartida central y los depositarios centrales de valores, y el denominado *shadow banking*, esto es, las actividades de intermediación cercanas a la actividad bancaria y que actualmente no están sujetas a la regulación del sector bancario.

En el primer caso, en paralelo a la propuesta de gestión de crisis en el sector bancario y de las empresas de servicios de inversión, la Comisión está trabajando en la extensión de este marco a otras instituciones financieras, fundamentalmente infraestructuras de los mercados, que pueden tener importancia sistémica, como son las cámaras de contrapartida central y los depositarios centrales de valores. La propuesta se basará en el trabajo que actualmente están desarrollando conjuntamente, con la supervisión del FSB, el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO).

En el ámbito del *shadow banking*, el G-20 ha subrayado, primero en la reunión de Seúl de noviembre de 2010 y después en la de Cannes de noviembre de 2011, la importancia de supervisar y regular el sistema «parabancario» implícito en este tipo de actividades. Tanto la Comisión Europea como la Junta Europea de Riesgo Sistémico están actualmente colaborando con el FSB para evaluar la conveniencia de extender el perímetro regulatorio a este tipo de actividades, entre las que se incluyen actividades tan diversas como los fondos monetarios, los mercados de titulización, los mercados repo o el préstamo de valores.

En noviembre de 2012, el FSB difundió los resultados iniciales de su análisis, con recomendaciones también iniciales para promover una mejor vigilancia y regulación de las actividades que componen el *shadow banking*. Se espera que estas recomendaciones, que se centran, principalmente, en los mercados de repos y préstamo de valores, se completen en septiembre de 2013, lo que ayudaría a la Comisión Europea a definir con mayor claridad sus propuestas de regulación en este campo.

2.2 Otras iniciativas relacionadas con la crisis financiera

2.2.1 Revisión de la Directiva 97/9/CE sobre sistemas de garantía de inversiones (en trámite)

El 12 de julio de 2010 la Comisión propuso un paquete de medidas para incrementar la confianza en los servicios financieros y mejorar la protección del inversor, entre las que se encuentra la propuesta de modificación de la Directiva 97/9/CE, sobre sistemas de garantía de inversiones. El paquete incluía también la revisión de la Directiva reguladora de los fondos de garantía de depósitos bancarios y el inicio de un proceso de consulta pública sobre opciones para mejorar la protección de los tenedores de pólizas de seguros.

Las medidas referidas no solo vienen inspiradas por la necesidad de fortalecer la confianza del público en el sistema financiero tras el impacto de la crisis financiera. Así, en el caso de los esquemas de protección de depositantes bancarios e inversores en valores, las revisiones propuestas de la legislación comunitaria en vigor pretenden

también corregir insuficiencias detectadas en el funcionamiento de estos esquemas, especialmente respecto a su financiación y a los plazos de abono de las indemnizaciones. Además, en el caso concreto de los sistemas de garantía de inversiones en valores, la propuesta de la Comisión tiene en cuenta también la experiencia reciente de determinados episodios de fraude con gran impacto, como el fraude Madoff, especialmente en relación con los riesgos asociados a los servicios de custodia o depósito de valores.

En resumen, la propuesta de reforma de la Directiva sobre sistemas de garantía de inversiones pretende hacer más eficientes las reglas de protección del inversor, asegurar un marco equiparable entre los distintos tipos de instrumentos financieros cubiertos y garantizar la existencia de los mecanismos y la financiación suficientes para compensar a los inversores en caso de ser necesario. Entre las medidas propuestas cabe destacar, especialmente, las siguientes:

- Ampliación de la cobertura: la cantidad mínima actual que fija la Directiva es de veinte mil euros por inversor. La revisión propone incrementar esta cantidad hasta cincuenta mil euros.
- Disminución del plazo para cobrar la compensación: la práctica ha demostrado que en algunos países los inversores han tardado varios años en recibir alguna compensación, de ahí que la revisión prevea un plazo máximo de nueve meses para recibirla.
- Mejora de la información: se quiere que los inversores reciban información más clara y amplia sobre el alcance de la cobertura que les correspondería.
- Armonización de las modalidades de financiación: se trata de reducir el riesgo de que un sistema carezca de financiación suficiente para hacer frente a sus obligaciones. De ahí que se incorpore un importe mínimo de financiación armonizado, en el que las empresas de servicios de inversión estarán obligadas a aportar sus contribuciones *ex ante*. Además, se introduce en la regulación el principio de solidaridad en el contexto europeo de los sistemas nacionales de garantía de inversiones; en este sentido, se prevé la posibilidad de recabar préstamos de importe limitado a otros sistemas en caso de resultar estrictamente necesario.
- Ampliación de los supuestos de protección: la legislación vigente no garantiza que los inversores estén siempre cubiertos en caso de que la empresa de servicios de inversión use a un tercero como custodio de los activos de los clientes y ese tercero quiebre, incumpliendo su obligación de devolver los activos en custodia. De igual forma, los partícipes de instituciones de inversión colectiva pueden sufrir pérdidas en caso de incumplimiento por parte del depositario o de un subcustodio del fondo (como ocurrió en el caso Madoff). De ahí que se proponga que la definición de inversor abarque a los partícipes en instituciones de inversión colectiva. Por último, también se propone cubrir aquellos supuestos en que las empresas mantienen de facto activos de los clientes, aunque estén contraviniendo posibles limitaciones a su autorización.

2.2.2 Revisión de las normas de auditoría para el sector financiero (en trámite)

El sector de la auditoría, que ya se había visto afectado por diversos escándalos tanto en Estados Unidos como en Europa en el periodo 2001-2003 (casos Enron, Parmalat,

etc.), también se ha visto afectado por la actual crisis financiera de una forma global, puesto que esta ha sacado a la luz ciertas disfunciones del sector en relación con las entidades financieras que habían sido objeto de auditorías poco veraces, lo que ha conducido a una revisión integral de todo el sector financiero.

Sin ánimo de ser exhaustivos, se observa cómo la reforma propuesta va encaminada a lograr un mercado unificado de servicios de auditoría a escala europea, menos concentrado y más focalizado en su actividad principal. También se aprecia el propósito de reforzar la independencia de los auditores y mejorar su supervisión. Sobre este último aspecto, la Comisión Europea propone que la coordinación de las actividades de supervisión de los auditores se encomiende a la Autoridad Europea de Valores y Mercados.

La revisión de las normas de auditoría se instrumenta a través de una propuesta de modificación de la Directiva 2006/43/CE, relativa a la auditoría legal de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas, y de una propuesta de reglamento sobre los requisitos específicos para la auditoría legal de las entidades de interés público (en adelante, también EIP).

Por tanto, la auditoría de las entidades de interés público ha adquirido un papel central en la reforma propuesta, lo cual es fácilmente entendible si se tiene en cuenta que la crisis ha puesto principalmente de manifiesto debilidades en las auditorías legales de estas entidades, con casos en los que se emitieron informes limpios sobre entidades que han sufrido importantes pérdidas. De ahí que el concepto de entidad de interés público (que hasta ahora comprendía a sociedades cotizadas, entidades de crédito y empresas de seguros) se haya extendido a las empresas de servicios de inversión, a las entidades de pago, a las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios, a las entidades de dinero electrónico, a los fondos de inversión alternativos, a los depositarios centrales de valores y a las cámaras de compensación.

El nuevo marco de auditorías de EIP propuesto por la Comisión comprende una serie de elementos dirigidos a recuperar la confianza en la función de auditoría, entre los que cabe destacar los siguientes:

- Refuerzo de la independencia de los auditores: se prohíbe que, durante un plazo mínimo de dos años desde que finalizó la última auditoría, los auditores legales o los socios de la firma de auditoría asuman cargos directivos, formen parte del comité de auditoría o sean nombrados miembros no ejecutivos del consejo de administración en la entidad auditada (este plazo se reducirá a un año para los empleados del auditor legal o la firma de auditoría). Además, se incluyen medidas en referencia a los honorarios percibidos por el auditor, tales como la introducción de salvaguardias apropiadas cuando los honorarios totales en concepto de auditoría alcancen un porcentaje significativo de los ingresos totales percibidos por el auditor.
- Revisión del contenido del informe de auditoría: se amplía el contenido del informe difundido públicamente, que debe explicar la metodología utilizada y, en su caso, los motivos de que la opinión emitida sea desfavorable o con salvedades. Así mismo, se incorpora la obligación de elaborar un informe más extenso

y pormenorizado dirigido exclusivamente al comité de auditoría, que puede ser entregado también al supervisor en caso de petición expresa por su parte.

- Inclusión, por parte de los auditores, de información relativa a gobierno corporativo en sus informes de transparencia. Los auditores deberán aportar también más documentación sobre sus honorarios.
- Fortalecimiento de la independencia y la capacidad del comité de auditoría: se prescriben reglas nuevas sobre su composición, como son que al menos un miembro tenga experiencia y conocimientos en materia de auditoría y otro, al menos, en materia de contabilidad, así como que todos los miembros deban ser no ejecutivos. Además, la propuesta de designación del auditor a la junta de accionistas deberá basarse en la recomendación que provenga del comité de auditoría.
- Introducción de reglas de rotación: es una de las medidas que ha generado más polémica en el sector de la auditoría, puesto que limita a seis años (ocho en casos excepcionales) el tiempo máximo de contrato con una misma sociedad de auditoría o auditor legal y, en caso de designarse dos o más sociedades de auditoría, este plazo se eleva a nueve años (excepcionalmente puede llegar a ser de doce años).
- Designación de una autoridad competente por país, que será la encargada de vigilar a los auditores y sociedades de auditoría que presten sus servicios a EIP y que deberá colaborar tanto con los supervisores de estas entidades, como con las autoridades responsables de la autorización y registro de auditores y sociedades de auditoría (conforme a la Directiva 2006/43/CE). A estas autoridades se les reconocen competencias en materia sancionadora y se establece que cooperen a nivel europeo bajo el auspicio de la Autoridad Europea de Valores y Mercados.

2.2.3 Reglamento sobre fondos europeos de capital-riesgo (en trámite)

La aprobación en diciembre de 2011 de una propuesta de reglamento sobre fondos de capital-riesgo se enmarca dentro del plan de la Comisión para favorecer el acceso de las pymes, particularmente de las empresas innovadoras de creación reciente, a la financiación necesaria para poder desarrollarse y hacerse más competitivas.

En la coyuntura actual de restricción de financiación bancaria a las pymes, la Comisión ha considerado clave establecer normas uniformes para la comercialización de fondos de capital-riesgo europeos, facilitando de este modo la captación de capital en otros países de la UE por parte de los gestores de estos fondos.

La propuesta introduce la categoría de «fondo europeo de capital-riesgo», regulado por un código normativo único y homogéneo. Se exige a estos fondos una inversión mínima en pymes del 70% del capital disponible, en forma de fondos propios o cuasi propios y sin que se recurra al apalancamiento. Los gestores de estos fondos gozarán de un pasaporte europeo de comercialización y estarán inscritos en un registro centralizado (además del propio de cada supervisor) cuya llevanza corresponderá a la Autoridad Europea de Valores y Mercados.

Asimismo, la propuesta contempla qué tipo de inversores podrán aportar capital a estos fondos europeos y propone que puedan hacerlo los inversores profesionales, de acuerdo con la definición establecida en la MiFID, así como otros tipos de inversores tradicionales en el ámbito del capital-riesgo (por ejemplo, grandes fortunas, o los denominados «ángeles de los negocios»).

En julio de 2012 se llegó a un acuerdo por parte del Parlamento y el Consejo europeos, por lo que se espera que próximamente la Comisión apruebe y publique el texto definitivo del reglamento sobre fondos europeos de capital-riesgo.

2.2.4 Reglamento sobre productos preempaquetados de inversión minorista (en trámite)

Esta iniciativa, relativa a los productos conocidos en la jerga comunitaria como PRIIP (*packaged retail investment products*), que fue presentada formalmente con fecha 3 de julio de 2012, en paralelo a la revisión de la Directiva de Mediación de Seguros y del marco legal correspondiente a las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS V), va dirigida a reforzar la protección al inversor minorista de productos financieros.

Se trata, claramente, de una propuesta destinada a restaurar la confianza de los inversores en el sistema financiero, puesto que intenta dar solución a deficiencias identificadas en el funcionamiento de los mercados que han adquirido una especial relevancia en la actual coyuntura de crisis y que han contribuido a la pérdida de confianza de los consumidores. En este caso, la iniciativa se basa en la convicción de que para reactivar los mercados es necesario asegurarse de que los inversores minoristas tengan a su alcance información veraz y equiparable de los productos.

La propuesta introduce un documento informativo, denominado Documento de Información Clave (*Key Information Document*, KID), que debe ser elaborado por los creadores de productos de inversión (para cada producto) o por quien los transforme, en caso de que este no se corresponda con el creador y, sin embargo, modifique características esenciales reflejadas en el documento. El creador del producto podrá delegar en terceras personas la elaboración del KID, si bien su responsabilidad no se verá alterada. El KID debe contener una serie de datos sobre las principales características del producto, incluidos los riesgos y costes asociados con la inversión, a fin de que los productos sean fácilmente comparables entre sí para el inversor minorista. De ahí que deba ser un documento corto, claro, comprensible y separado, de tal forma que se distinga claramente de las comunicaciones publicitarias.

La elaboración del KID se exige para los denominados «productos de inversión preempaquetados», que son aquellos en los que el retorno ofrecido al inversor depende de la evolución de uno o varios activos (que no tengan que ser comprados por el inversor) o valores de referencia distintos de un tipo de interés. Este concepto comprende en todo caso los siguientes productos: los fondos de inversión (en este caso se prevé un periodo transitorio adicional de tres años para que la elaboración del KID entre en vigor), los seguros con un elemento de inversión, los productos estructurados y los instrumentos derivados.

Se prevé expresamente que el inversor pueda reclamar de quien haya elaborado el documento, en caso de que este no cumpla con los requisitos establecidos en el Reglamento, las pérdidas en que haya podido incurrir, y la carga de la prueba recaerá sobre el segundo. Igualmente, se tipifican una serie de infracciones, y sus correspondientes sanciones, y se señala que los supervisores deben tener la potestad de imponerlas en caso de incumplimiento de los elaboradores del KID.

2.2.5 UCITS V (en trámite)

Aunque la actual directiva sobre instituciones de inversión colectiva (*undertakings for collective investment in transferable securities*, UCITS), la Directiva 2009/65/CE, conocida como UCITS IV, fue aprobada en julio de 2009, la Comisión ha propuesto recientemente (el 3 de julio de 2012) una nueva modificación, dirigida a subsanar algunas lagunas que la crisis financiera ha puesto en evidencia.

En concreto, en la propuesta de modificación de la Directiva se pretende reforzar la figura del depositario de IIC, hasta ahora la figura menos regulada en este ámbito. Con tal fin, se propone una regulación de sus funciones y su responsabilidad, así como introducir normas relativas a la retribución de los gestores para asociarlas a los objetivos de inversión de las IIC y evitar que tales remuneraciones inciten a la adopción de políticas cortoplacistas, que suelen implicar mayores riesgos.

Por último, esta propuesta también ha servido de cauce para introducir en el ámbito de las IIC la revisión sobre políticas sancionadoras en el sector financiero. De ahí que su presentación se haya producido de forma simultánea a las propuestas de reglamento sobre PRIIP y la revisión de la Directiva sobre la Mediación en los Seguros, que trasladan el nuevo régimen sancionador al ámbito de la inversión minorista y de la intermediación de seguros, respectivamente.

Con esta nueva política sancionadora se ha buscado que las multas administrativas superen siempre en cuantía a los potenciales beneficios que produciría la comisión de infracciones, así como introducir normas de armonización en la cuantía de las sanciones y en su publicación. En conjunto, este nuevo régimen constituye una de las apuestas más firmes de la Comisión para devolver a los inversores la confianza en los mercados financieros y mejorar el funcionamiento de estos últimos. No hay que olvidar que la falta de ética, así como de unas medidas sancionadoras adecuadas, se encuentra fuertemente enraizada en la génesis de la crisis y ha contribuido también a su agravamiento.

3 Revisión de las grandes directivas en vigor y otras iniciativas relacionadas con el Mercado Único

3.1 Reforma de la Directiva de Folletos (Directiva 2010/73/UE)

Con fecha 24 de noviembre de 2010, el Parlamento Europeo y el Consejo aprobaron la Directiva 2010/73/UE, que enmienda las directivas 2003/71/CE, sobre los folletos

que deben publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, y 2004/109/CE, sobre armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado. Asimismo, la Comisión Europea, haciendo uso de su capacidad legislativa delegada, ha modificado el Reglamento (EC) 809/2004, asociado a la Directiva de Folletos⁹.

La revisión de la Directiva de Folletos, propuesta formalmente el 24 de septiembre de 2009, se corresponde con lo dispuesto en el artículo 31 de la propia directiva, que preveía revisarla cinco años después de su entrada en vigor para evaluar su aplicación, y con el Programa de Acción de la Comisión Europea para la reducción de las cargas administrativas en la UE, aprobado en 2007.

Como resultado de la revisión, se concluyó que había cargas administrativas innecesarias para los emisores que podían ser aligeradas. Pero, al mismo tiempo, dado que la revisión coincidió con el inicio de la actual crisis financiera, se consideró apropiado mejorar la protección ofrecida a los inversores, al considerarse que las carencias observadas habían contribuido reiteradamente al agravamiento de la crisis, especialmente en lo que a la información a los inversores se refiere. En este sentido, la Directiva armoniza algunos contenidos del folleto y mejora el contenido de su nota de síntesis, facilitando al inversor la comparación de la información.

Entre los cambios y novedades introducidos cabe destacar, especialmente, los siguientes:

- Simplificación del folleto para ciertas emisiones (por ejemplo, en caso de pymes o, en general, sociedades de reducida capitalización).
- Eliminación de las obligaciones de información que se solapan con las contenidas en la Directiva de Transparencia.
- Posibilidad de que los emisores de valores no participativos determinen su Estado Miembro de origen.
- Modificación de la definición de «inversores cualificados» para adaptarla a la de «clientes profesionales» que introduce la MiFID.
- Clarificación de las exenciones a la obligación de publicar folletos, cuando se trate de ofertas dirigidas a los empleados por parte de empresas residentes en la UE, y en caso de ofertas públicas de venta sucesivas a través de un intermediario, cuando se trate de un valor previamente colocado en el mercado primario.

9 La reforma del Reglamento de Folletos se realiza mediante los reglamentos 486/2012, respecto a formato y contenido del folleto, del folleto de base, de la nota de síntesis y de las condiciones finales (en cuanto a los requisitos de información), y 862/2012, en lo que se refiere a la información relativa al consentimiento para la utilización del folleto, a los índices subyacentes y a la exigencia de un informe elaborado por contables o auditores independientes.

3.2 Revisión de la Directiva sobre Mercados e Instrumentos Financieros (en trámite)

Conjuntamente con la reforma de la Directiva 2003/6/CE sobre Abuso de Mercado, la Comisión Europea remitió el 20 de octubre de 2011 su propuesta de reforma de la Directiva 2004/39/CE, sobre mercados e instrumentos financieros (conocida como MiFID), al Parlamento Europeo y al Consejo. Como se comenta más adelante, la propuesta de reforma de la MiFID no solo incluye una propuesta de directiva, sino también una propuesta de reglamento que permitirá la aplicación directa a los Estados Miembros de ciertas medidas.

Aunque la evaluación de la eficacia de la norma y su revisión estaba prevista en su articulado¹⁰, la propuesta de reforma presentada por la Comisión también tiene en cuenta las deficiencias en el funcionamiento de los mercados detectadas durante la crisis, especialmente en lo concerniente a nuevos productos de inversión y al funcionamiento de las plataformas de negociación. En este sentido, se aprecia en la propuesta la influencia de los compromisos adoptados en el seno del G-20, fundamentalmente en su cumbre de Pittsburgh de septiembre de 2009, de revisar los aspectos menos reglamentados y más opacos del sistema financiero, y de mejorar la organización, transparencia y supervisión de los mercados, especialmente los de productos derivados no organizados. Cabe resaltar, igualmente, la adopción de una iniciativa legislativa similar en Estados Unidos, lo que reducirá la posibilidad de arbitraje regulatorio entre ambos lados del Atlántico.

Como se ha indicado, la reforma de la MiFID se instrumenta tanto mediante una revisión de la Directiva como mediante la implementación de un reglamento. Esta estrategia legislativa surge como consecuencia de las recomendaciones del informe emitido por el Grupo De Larosière, reflejadas en gran medida en las conclusiones del Consejo de junio de 2009 sobre el fortalecimiento de la supervisión financiera en la UE. Entre otras conclusiones, se acordó minimizar, cuando procediera, las facultades discrecionales de que disponen los Estados Miembros a la hora de transponer las directivas de servicios financieros de la UE, en aras de lograr una mayor armonización. De ahí que una parte de la propuesta de modificación de la MiFID se instrumente mediante un reglamento, que permitirá la aplicación directa a todos los Estados Miembros de ciertas medidas dirigidas a conseguir una mayor integración, competitividad y eficiencia de los mercados financieros.

La propuesta de reforma ha experimentado numerosas modificaciones durante el proceso de discusión interno en el seno de la Comisión. A partir de unos compromisos de revisión definidos en la propia directiva en 2004, la propuesta ha servido como cauce para introducir modificaciones complementarias al Reglamento EMIR en relación a los mercados de derivados y, en su versión final, ha tratado de subsanar insuficiencias en la regulación que provienen de su rápida evolución. Una parte significativa de los cambios introducidos durante este proceso guardan relación,

10 Una de las principales razones que aconsejaban la revisión de la MiFID era la evolución de los mercados y el avance tecnológico. De hecho, estos avances han dejado obsoletas varias disposiciones de la Directiva, lo que puede suponer una merma en la protección de los inversores y en la competitividad de los mercados.

aunque de forma no exhaustiva, con otras iniciativas de la propia Comisión, como la revisión de la Directiva sobre Abuso de Mercado, la propuesta de reglamento sobre productos preempaquetados de inversión minorista, el mencionado Reglamento EMIR, la reforma en materia de gobierno corporativo y la del régimen sancionador.

La propuesta de reglamento pretende dar cumplimiento al artículo 65 de la MiFID en aquellos preceptos que supongan la ampliación del alcance de la Directiva, así como complementar el Reglamento EMIR en algunas disposiciones relativas a derivados y cámaras de contrapartida central, de tal forma que las principales novedades introducidas en la propuesta de reglamento son las siguientes:

- Comunicación de los datos sobre operaciones a las autoridades competentes: se amplían las normas de transparencia (tanto prenegociación como posnegociación) actualmente aplicables a las acciones y a otros instrumentos financieros.
- Difusión entre el público de nuevos datos sobre la negociación.
- Eliminación de las barreras en el ámbito de la compensación: se incluyen disposiciones dirigidas a prohibir las prácticas discriminatorias que puedan socavar la competencia en este campo.
- Negociación obligatoria de derivados en centros organizados: se dispone que la negociación de aquellos derivados que rebase el umbral de compensación fijado por el Reglamento EMIR se produzca en centros organizados, tanto para contrapartes financieras como para no financieras.
- Mejoras en la supervisión de instrumentos financieros y posiciones: se permite a las autoridades competentes, en coordinación con la Autoridad Europea de Valores y Mercados, prohibir de forma permanente actividades, prácticas o instrumentos financieros. Asimismo, se habilita directamente a dicha autoridad para prohibirlos de forma temporal cuando se den ciertas condiciones preestablecidas.
- Supervisión de los derechos de emisión: extensión a los mercados de derechos de emisión de la normativa aplicable al abuso de mercado y la MiFID. De esta forma se garantiza también la coherencia con el régimen aplicable en la UE a los derivados de derechos de emisión, puesto que se prescribe un supervisor único para los mercados al contado y de derivados de derechos de emisión.
- Prestación de servicios de inversión por empresas de terceros países sin sucursal: si bien la prestación de estos servicios a clientes minoristas requerirá el establecimiento de una sucursal, para servicios prestados a contrapartes elegibles basta con que la empresa que desee prestarlos esté registrada ante la Autoridad Europea de Valores y Mercados.

Por su parte, la propuesta de Directiva modifica aspectos ya contenidos en la norma actualmente en vigor como consecuencia de la evaluación prevista en su artículo 65, teniendo en cuenta, en particular, el análisis sobre el funcionamiento de esta directiva durante la crisis. Entre otras reformas, la revisión incluye las siguientes propuestas:

- Extensión de las normas de conducta y prevención de conflictos de intereses previstos en la MiFID: se extiende su aplicación a la venta de depósitos estructurados por parte de entidades de crédito y a la venta de valores propios, sin prestar asesoramiento, por parte de empresas de inversión y entidades de crédito.
- Sistemas de negociación: actualización de las categorías consideradas en el ámbito de las infraestructuras de negociación organizada. Se introduce una nueva categoría, la de sistemas organizados de negociación, que pasará a estar encuadrada dentro de los denominados centros de negociación, junto con los mercados regulados y los sistemas multilaterales de negociación. La negociación organizada debe efectuarse, bien a través de uno de estos centros de negociación, o bien mediante un internalizador sistemático.
- Desarrollos en materia de gobierno corporativo: se proponen mejoras en referencia al perfil, los cometidos y las responsabilidades de los directivos ejecutivos y no ejecutivos, así como en relación a la composición de los órganos de administración y dirección de empresas de servicios de inversión y gestores de mercados regulados.
- Fortalecimiento de los requisitos de organización: se propone que queden sujetas a la MiFID todas las entidades involucradas en la negociación de alta frecuencia, y establecer unos requisitos de organización apropiados, tanto a estas empresas como a las que dan acceso al mercado a otros operadores de alta frecuencia, así como exigir a los centros de negociación que adopten métodos adecuados de control del riesgo en relación con esta actividad.
- Mejoras en la protección al inversor: entre las medidas que, con carácter general, tienen este objetivo, cabe citar la clarificación del régimen de incentivos recibidos de un tercero en relación con las actividades de asesoramiento (se deberá proporcionar al cliente o los posibles clientes información sobre si el asesoramiento en materia de inversión se ha prestado de forma independiente, en cuyo caso no se podrán recibir incentivos, o si se basa en un análisis global o más restringido del mercado); la introducción de un marco para regular las prácticas de venta cruzada; y el reforzamiento de las obligaciones de gestión, por parte de las empresas de servicios de inversión y de sus agentes, de los fondos e instrumentos que pertenecen a sus clientes, pasándose a considerar la custodia como servicio de inversión. De una manera más específica, en relación con los clientes no minoristas, se señala que el principio general de actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, así como la obligación de que la información sea imparcial, clara y no engañosa, deben aplicarse siempre, independientemente de la categoría del cliente. Así mismo, se propone que las entidades faciliten a las contrapartes elegibles una documentación más clara y completa de los servicios que prestan.
- Fortalecimiento del régimen de sanciones: en paralelo a la reforma del régimen sancionador efectuada por la propuesta de reforma de las directivas sobre Requisitos de Capital y Mediación en los Seguros, se armoniza el régimen de sanciones, asegurándose que los supervisores puedan disponer de un conjunto mínimo de medidas y sanciones administrativas uniforme, de unos requisitos

de publicación de las sanciones y de unos criterios a tener en cuenta para decidir el tipo y el nivel de la sanción. Se incorpora un nivel mínimo cuantitativo para tales sanciones.

3.3 Revisión de la Directiva 2003/6/CE sobre Abuso de Mercado (en trámite)

Como se mencionó en el punto anterior, el 20 de octubre de 2011, la Comisión aprobó también una reforma en el marco regulador del denominado abuso de mercado, que comprende las infracciones por uso indebido de información privilegiada y manipulación de precios. La reforma se instrumenta, por una parte, a través de una propuesta de reglamento sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado y, por otra, a través de una propuesta de directiva que contempla el establecimiento de sanciones penales, en relación con el uso indebido de información privilegiada y la manipulación de precios.

Las principales novedades incluidas en las dos propuestas, a través de las que se instrumenta la revisión del marco legislativo referente al abuso de mercado, son las siguientes:

- Extensión del ámbito de aplicación de las medidas contempladas en la actual Directiva: se propone extender la aplicación de la legislación vigente en la UE en esta materia a los instrumentos financieros exclusivamente negociados en sistemas multilaterales de negociación, otros sistemas organizados y mercados OTC (siempre que su subyacente esté sujeto a la normativa sobre abuso de mercado), de forma que todos los instrumentos negociados en cualquier centro de negociación, así como los instrumentos derivados que puedan tener un impacto sobre ellos, queden cubiertos por dicha legislación. Así mismo, también se propone la tipificación como manipulación del mercado de ciertas estrategias de la negociación de alta frecuencia como, por ejemplo, la introducción de órdenes sin la intención de operar, solo con la finalidad de perturbar el sistema.
- Régimen sancionador y poderes de investigación por parte de las autoridades competentes: la propuesta amplía la notificación actual de operaciones sospechosas también a las órdenes no ejecutadas y a las operaciones extrabursátiles sospechosas. A su vez, se concede a los supervisores la facultad de obtener registros telefónicos y de tráfico de datos de los operadores de telecomunicaciones, así como acceder a instalaciones o documentos privados cuando existan sospechas fundadas de comisión de infracciones. Se garantiza la protección de los denunciantes y se establecen incentivos a la notificación de información sobre abuso de mercado. Por último, se tipifica el delito de «tentativa de manipulación de mercado», para que los supervisores puedan imponer sanciones en los casos en que alguien intente manipular el mercado aunque no consiga su objetivo.
- Adaptación de la carga administrativa para los emisores en los mercados para pymes: se propone eximir a los emisores de estos mercados del requisito de elaborar listas de personas con acceso a información privilegiada (*insider lists*), a no ser que el supervisor disponga otra cosa en contrario. Asimismo, se aumenta el umbral de notificación de las operaciones efectuadas por los directivos.

Debe señalarse que, ya en su fase de tramitación por parte del Parlamento y el Consejo, la Comisión se ha visto forzada a modificar ambas propuestas para tomar en consideración la experiencia vivida en un caso reciente de manipulación del tipo de interés interbancario Líbor, que alcanzó una considerable repercusión. En concreto, la modificación incluye en el ámbito de aplicación de las dos normas propuestas los índices de referencia, y se modifica la definición del delito penal de manipulación de mercado para que incluya la manipulación, de facto o en grado de tentativa, de los propios índices de referencia. En la fecha de publicación de este artículo, ambas normas seguían en tramitación.

3.4 Revisión de la Directiva de Transparencia (en trámite)

Con fecha 25 de octubre de 2011, la Comisión Europea remitió al Parlamento Europeo y al Consejo su propuesta de revisión de la Directiva 2004/109/CE, sobre transparencia de entidades cotizadas.

La revisión responde a varios objetivos asumidos por la Comisión Europea durante los últimos años. Así, en primer lugar, de acuerdo con las previsiones de la propia Directiva, se trata de mejorar el texto aprovechando la experiencia acumulada en su aplicación, de forma que la información divulgada sea más clara y eficaz y se garantice una mayor protección de los inversores. En segundo lugar, la revisión sirve de cauce para implementar en el ámbito de las empresas cotizadas una de las prioridades políticas de la Comisión, el estímulo del crecimiento y el refuerzo de la confianza, contenida en la Comunicación de la Comisión Europea sobre el Acta del Mercado Único de abril de 2011, y que aquí se traduce en un ajuste más proporcionado de las obligaciones en materia de información al mercado aplicables a las pymes que cotizan en bolsa. En tercer lugar, la revisión de esta directiva se enmarca dentro de las medidas destinadas a fortalecer la estabilidad financiera, en tanto que persigue la integración funcional de los mercados de valores europeos y el incremento de la confianza de los inversores. Por último, la reforma traslada al ámbito de los requisitos de transparencia las conclusiones de la Comunicación de la Comisión citada anteriormente sobre la aplicación de regímenes sancionadores más rigurosos en el sector de los servicios financieros.

Las principales medidas propuestas en la reforma son las siguientes:

- Supresión de la obligación de presentar informes financieros trimestrales para todas las entidades cotizadas: se pretende reducir sus costes de cotización, especialmente significativos en el caso de las pequeñas y medianas empresas¹¹.
- Elaboración de directrices no vinculantes sobre el contenido de los informes financieros por parte de la Autoridad Europea de Valores y Mercados, con el objeto de simplificar la labor explicativa que deben llevar a cabo pequeños y medianos emisores.

11 En el proceso de elaboración de la propuesta, se consideró desaconsejable, por su impacto negativo en la calidad del mercado y la protección del inversor, introducir obligaciones de información diferenciadas en función del tamaño del emisor en los mercados regulados.

- Extensión del régimen de notificación sobre participaciones significativas a todos los instrumentos financieros de efecto económico similar a las acciones o derivados sobre acciones, lo que incluye a los productos derivados liquidados por diferencias. Estos instrumentos se utilizan, en ocasiones, para adquirir en secreto participaciones en empresas cotizadas, lo que entorpece la transparencia sobre la estructura de la propiedad corporativa.
- Armonización del régimen de comunicación de participaciones significativas en los derechos de voto: se propone agregar los derechos de voto que proporciona la tenencia de acciones a aquellos que proceden de instrumentos financieros que derivan de acciones o con efectos similares (por tanto, incluyendo los derivados liquidados por diferencias), en lo que se refiere al cálculo de los umbrales para la notificación de participaciones significativas. Las notificaciones deben incluir el desglose por tipos de instrumentos financieros, para proporcionar al mercado información más detallada.
- Divulgación de los pagos realizados al Estado por los emisores en cada uno de los países en los que operan. Estos pagos son especialmente significativos en el caso de algunas entidades, como las pertenecientes a la industria de la extracción (petróleo, gas y minería), y su divulgación responde al compromiso adquirido en Deauville por los países pertenecientes al G-8. Por tanto, en las legislaciones de otros países, como Estados Unidos, pueden encontrarse medidas correlativas.
- Sanciones: en consonancia con la reforma del marco sancionador de los servicios financieros, se dota a los supervisores de mayores competencias sancionadoras, entre las que figura, por ejemplo, la de suspender el ejercicio de los derechos de voto de aquellos emisores que infrinjan los requisitos de notificación de participaciones significativas. Además, como regla general, se dispone la publicación de las sanciones.

3.5 Reglamento sobre depositarios centrales de valores (en trámite)

La Comisión viene trabajando desde hace casi una década en la armonización e integración de los sistemas de liquidación europeos. Conseguir una liquidación más segura y eficaz forma parte de un consenso a nivel internacional, reflejado en las *Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores*, informe publicado en 2002 por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación e IOSCO.

La propuesta de reglamento completa el marco regulador de las infraestructuras propias de los mercados de valores, que está cubierto por la MiFID en lo que respecta a las plataformas de negociación y por el EMIR para las cámaras de compensación centralizada. Dado el momento de su aprobación y la necesidad de dotar a los depositarios centrales de valores de un estatus jurídico uniforme a nivel europeo, tal como se señaló en el ECOFIN de 2 de diciembre de 2008, la propuesta ha adoptado forma de reglamento y no de directiva.

Esta propuesta tampoco puede desvincularse del proyecto promovido por el Euro-sistema, conocido como Target 2-Securities (T2S), que creará una plataforma para

la liquidación transfronteriza de valores en Europa y que, en opinión de la Comisión, hace prever un incremento de las operaciones transfronterizas a partir de 2015. De ahí que la Comisión haya considerado esencial disminuir el coste y los riesgos provocados por la falta de integración en los sistemas de liquidación europeos, que en la mayoría de las ocasiones da lugar a una sucesión de depositarios y otros intermediarios en la tenencia de los valores durante la liquidación transfronteriza.

La reforma propuesta se inspira en el trabajo realizado por dos grupos de expertos. Así, en julio de 2004 se constituyó, al amparo de la Comisión, un grupo de expertos en materia de liquidación y compensación conocido como CESAME (European Commission's Clearing & Settlement Advisory and Monitoring Expert Group). En 2008, en vista del cambio de rumbo acontecido en los mercados tras el estallido de la crisis financiera, el grupo pasó a tener una nueva estructura y es actualmente conocido como CESAME 2.

A grandes rasgos, la propuesta, que se publicó el 7 de marzo de 2012 y sigue en fase de aprobación por parte del Parlamento Europeo y del Consejo, asume los siguientes objetivos:

- Obligar a que todos los valores negociables se representen mediante anotaciones en cuenta.
- Forzar a que el registro de los valores se lleve a cabo por los depositarios centrales de valores (DCV) si se ha negociado a través de plataformas de negociación. Los DCV deberán segregar las cuentas de cada participante de las del resto de participantes, de forma que permita que estos puedan hacer lo mismo con cada uno de sus clientes.
- Revisar el régimen sancionador y de disciplina de mercado, de forma que los participantes en un mercado que no entreguen los valores en la fecha de liquidación acordada estén sujetos a sanciones y tengan la obligación de comprar tales valores en el mercado y entregarlos a sus contrapartes.
- Efectuar la liquidación en efectivo a través de cuentas abiertas en el banco central del país, cuando sea posible. Se autoriza también la liquidación en efectivo a través de bancos comerciales, pero solo aquellos que hayan sido autorizados por los supervisores como «agentes de liquidación» (normalmente habrá un solo agente por DCV, a no ser que se valore que los riesgos de crédito y liquidez aconsejan nombrar a más de un agente). Serán estos agentes quienes presten los servicios bancarios auxiliares de la liquidación (abrir cuentas de efectivo y otorgar líneas de crédito asociadas a la liquidación). Se evita de esta forma el traslado de los riesgos propios de los servicios bancarios a los servicios básicos prestados por los DCV.
- Armonizar los plazos de liquidación, de forma que esta tenga lugar, como máximo, en los dos días siguientes a la negociación.
- Establecer unas condiciones de autorización uniformes para todos los DCV, así como unos requisitos prudenciales y de organización y unas normas sobre

riesgos basadas en las recomendaciones del Comité de Sistemas de Pago y Liquidación y de IOSCO.

- Introducir un pasaporte para los DCV, que les permitirá prestar servicios en otros Estados Miembros. Además, se promueve también que los DCV tengan acceso a otras infraestructuras, con independencia de en qué país de la UE radiquen.

3.6 Reglamento sobre valores negociables (en fase preliminar dentro de la Comisión)

Dentro del plan de actividades de la Comisión para 2012 se refleja esta propuesta de Reglamento, dirigida a armonizar las legislaciones nacionales en materia de tenencia y traspaso de valores negociables.

Esta iniciativa, que ya figuraba en el programa de trabajo de la Comisión desde 2010, si bien en forma de propuesta de Directiva, tiene su origen en el primero de los dos informes Giovannini, publicado en 2001. Este informe se elaboró con el objeto de identificar de dónde procedían las ineficiencias observadas en los sistemas de compensación y liquidación transfronterizas. En un principio se identificaron quince obstáculos claros, que podían agruparse dentro de tres categorías: (1) diferencias nacionales en los requisitos técnicos exigidos a los mercados o en las prácticas permitidas en tales mercados; (2) cuestiones fiscales; y (3) previsiones nacionales que debilitan la seguridad jurídica en las operaciones transfronterizas.

El tema que aborda esta iniciativa pertenece a la tercera categoría y encierra una gran complejidad. Dado que se trata de modificar cuestiones que pertenecen al derecho privado de cada país, la propuesta debe vencer la reticencia de los diferentes legisladores a armonizar sus regímenes nacionales en esta materia¹².

La iniciativa va encaminada a favorecer que los inversores puedan ejercitar los derechos derivados de sus valores negociables de una forma homogénea en todos los países europeos. Así, la propuesta pretende reforzar la transparencia sobre a quién pertenecen los valores negociables tramitados o en poder de la cadena de intermediarios financieros, potencialmente larga, que intervienen en las operaciones de adquisición transfronteriza de valores negociables, esto es, las realizadas en un mercado determinado por inversores no residentes. La propuesta también pretende mejorar la protección del inversor en caso de insolvencia de uno de estos intermediarios financieros.

Conviene resaltar que un incremento de la seguridad jurídica sobre la propiedad de los valores en las transacciones supranacionales es necesario para el correcto funcionamiento de las cámaras de contrapartida central, que deben tener la certeza de quiénes son los verdaderos propietarios de los valores entregados como colateral de

12 Mientras que para el resto de los obstáculos detectados en las infraestructuras de mercado las propuestas al respecto ya han sido aprobadas por la Comisión, la relativa a la armonización de la legislación sobre el régimen de los valores negociables todavía está en fase de discusión interna en el seno de la Comisión.

las operaciones. Además, la falta de seguridad jurídica se ha identificado como uno de los factores causantes del incremento de los costes por inversión en valores negociables de otro país¹³, por lo que acaba repercutiendo en una mayor fragmentación de los mercados a nivel europeo.

En definitiva, esta iniciativa, que viene a reforzar la eficacia de otras iniciativas relacionadas con las infraestructuras de mercado, se ha estimado imprescindible para la correcta edificación del mercado único de servicios financieros.

4 Conclusiones

Entre 2010 y 2012, se han incrementado de modo notable las iniciativas de la Comisión Europea en el ámbito de la regulación de los mercados de valores. El principal motor de este aumento es la crisis financiera, concretamente, el intento de dar respuesta en el ámbito de la regulación a problemas detectados en el origen y el desarrollo de la crisis. Un cierto número de iniciativas tiene también su origen en el cumplimiento de las previsiones de revisión contenidas en las grandes directivas aprobadas durante la primera mitad de la pasada década con el objeto de impulsar el Mercado Único, si bien en dichas iniciativas también se incluyen medidas inspiradas por la crisis. Conviene tener en cuenta también que la crisis financiera ha puesto de relieve las insuficiencias del proceso de integración europea. En este contexto, la revisión de las grandes directivas de valores en vigor adquiere una especial relevancia, puesto que puede contribuir a un avance decidido y sólido del mercado único de servicios financieros en este ámbito.

Dentro de las iniciativas particularmente relacionadas con la crisis, destacan las que se inspiran de un modo cercano en las recomendaciones del Consejo de Estabilidad Financiera y de los organismos internacionales en materia de estándares de regulación financiera, como el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea e IOSCO, en relación con los acuerdos alcanzados en el G-20. En el periodo analizado en este artículo, la Unión Europea ya ha adoptado importantes medidas legislativas de este tipo, como son: las que hacen referencia a las prácticas de titulización y retitulización, así como a las políticas de remuneración de las entidades financieras; el fortalecimiento de la supervisión microprudencial y el establecimiento de un supervisor macroprudencial a escala europea; la regulación de los gestores de fondos de inversión alternativa; la supervisión de las agencias de calificación de crédito; la regulación de las ventas en corto; y la compensación a través de cámaras de contrapartida central de los productos derivados estandarizados negociados en los mercados OTC.

Las iniciativas en curso que aún se hallan en fase de tramitación permiten augurar la aprobación de nuevas normas destinadas a abordar problemas asociados al origen de la crisis o acentuados por su desarrollo. Entre tales iniciativas cabe destacar, entre otras, las siguientes: medidas destinadas a potenciar la liquidez y el buen gobierno

13 Según la Comisión Europea, el coste de compensar y liquidar valores en una transacción transfronteriza puede llegar a multiplicar por cuatro el coste de esa misma transacción en un mercado nacional (http://ec.europa.eu/governance/impact/planned_ia/docs/2009_markt_050_securities_law_en.pdf).

de las entidades financieras, incluidas las empresas de inversión; adopción de mecanismos de prevención y resolución de crisis para las entidades sistémicas; introducción de medidas que favorezcan la competencia entre las agencias de *rating* y reduzcan el peso excesivo que hoy tienen en el mercado sus calificaciones; revisión de las normas de auditoría para el sector financiero; mejora de los sistemas de garantía de inversiones; y establecimiento de un documento de información armonizado para productos empaquetados de inversión dirigidos a inversores minoristas.

En cuanto a la revisión de las grandes directivas del Mercado Único, se ha completado hasta la fecha la correspondiente a la Directiva de Folletos. Respecto al resto, cabe destacar la complejidad de la propuesta de reforma de la MiFID, que además de pretender mejorar la protección del inversor en el ámbito cubierto por la actual directiva, ha tenido en cuenta, entre otras consideraciones, los cambios notables que se han producido en los sistemas y la operativa de negociación durante los últimos años. La revisión de la MiFID también pretende extender las normas de transparencia para cubrir las transacciones en otros instrumentos financieros que hoy no están contempladas en la Directiva. Por su parte, la revisión propuesta en materia de abuso de mercado también va en la misma dirección, al proponer la extensión de la normativa a instrumentos actualmente no cubiertos, a la par que se pretende introducir un tratamiento mínimo armonizado a escala europea de los delitos en esta materia. Respecto a la revisión de la Directiva de Transparencia, destaca especialmente la simplificación de determinados requisitos de información exigibles a las empresas cotizadas, con el objeto de reducir los costes de cumplimiento de la normativa, una medida que puede resultar particularmente beneficiosa para las compañías de pequeño y mediano tamaño.

Tanto las propuestas de revisión de las grandes directivas como el resto de las iniciativas han incorporado medidas inspiradas por el análisis de la crisis financiera y su impacto. Asimismo, el contexto actual ha permitido acelerar la elaboración y la presentación formal de algunas iniciativas legislativas que habían empezado a ser consideradas antes de que estallase la crisis. Así ha ocurrido, en particular, con la iniciativa para establecer una regulación armonizada de los depositarios centrales de valores, que completaría la regulación de las grandes infraestructuras del mercado en conjunción con la MiFID (infraestructuras de negociación) y el reciente Reglamento EMIR (cámaras de contrapartida central).

Directrices de ESMA relativas a determinados aspectos de los requisitos del órgano de verificación del cumplimiento de la MiFID

Sonia Martínez Camarena (*)

(*) Sonia Martínez Camarena pertenece al Departamento de Autorización y Registro de Entidades de la CNMV.

1 Introducción

La Directiva 2004/39/CE del Parlamento y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID) estableció el marco regulatorio y de control en el que debía encuadrarse la actividad de las empresas que prestan servicios de inversión en el mercado de valores. Las exigencias normativas, el control interno y la relación con los supervisores pasaron a ser pilares básicos para el desarrollo de la actividad de estas empresas. Es importante destacar que la principal novedad que aportaba la MiFID respecto a la estructura organizativa de la empresa de servicios de inversión (ESI) era la exigencia de una función de cumplimiento normativo independiente, entendiéndose que esta exigencia comportaba una ubicación jerárquica adecuada y separada del resto de las áreas de actividad de la ESI para dicha función.

El escenario actual de crisis financiera ha puesto de manifiesto la necesidad de clarificar el papel de la función de cumplimiento normativo, especialmente teniendo en cuenta la extensa regulación que afecta a las ESI y que ha sido aprobada durante los últimos años. La complejidad de la adaptación al nuevo marco regulador no se debe únicamente al elevado número de normas que se han desarrollado en los últimos años, sino también al estilo de regulación presente en las nuevas directivas y sus disposiciones de desarrollo. Así, por un lado, resulta particularmente importante atender al espíritu de la norma, que tiende a concebir la labor de cumplimiento cada vez más como una función de consultoría de alto nivel en el ámbito regulador, con especial atención a la identificación y prevención de los riesgos de incumplimiento. Por otro lado, se advierte que, dentro de las empresas de inversión, se asigna a menudo un papel secundario al riesgo de cumplimiento normativo en relación a otros riesgos, lo que podría conducir a una implantación deficiente de los procedimientos del órgano de verificación del cumplimiento.

Con la finalidad de incrementar la efectividad de la función de cumplimiento dentro de las empresas de servicios de inversión y promover que estas concedan a dicha función la importancia que merece, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (European Securities and Markets Authority, ESMA) aprobó en junio de 2012 un conjunto de directrices relativas a ciertos aspectos de los requisitos aplicables al órgano de verificación del cumplimiento de la MiFID¹. En concreto, las directrices se centran en tres aspectos esenciales: 1) las responsabilidades de la función de cumplimiento en materia de seguimiento (*monitoring*), información (*reporting*) y asesoramiento (*advising*); 2) los requisitos organizativos de la función en relación con los estándares de efectividad, permanencia e independencia; 3) el grado de interacción

1 Directrices acerca de ciertos aspectos de los requisitos del órgano de verificación del cumplimiento de la MiFID, disponible en http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-388_es.pdf.

con otras funciones y la externalización de sus tareas; y 4) los enfoques para la revisión de los requisitos aplicables a la función por parte de las autoridades competentes. El tratamiento de este último aspecto tiene como objetivo promover una mayor convergencia de las prácticas supervisoras en esta materia.

En el presente artículo se analizan, con un mayor detalle, los antecedentes (sección segunda) y el contenido de los distintos bloques de directrices (sección tercera). También se recoge, en la sección cuarta, la intención de la CNMV, notificada a ESMA, de cumplir con las directrices, aunque se constata que, en la práctica, esta decisión no supondrá ni un cambio sustancial de su actuación supervisora ni nuevas cargas para las ESI, ya que la regulación española se ha inspirado hasta ahora en criterios próximos a los adoptados en las directrices.

2 Antecedentes

Las exigencias de la MiFID y su normativa de desarrollo en materia de control interno de las empresas de servicios de inversión se centran, fundamentalmente, en tres aspectos:

- La creación de una función de cumplimiento, con la finalidad de controlar las medidas y los procedimientos de detección del riesgo de incumplimiento de sus obligaciones y de reducción del mismo, así como realizar labores de asesoramiento y asistencia al personal de la entidad en materia de cumplimiento.
- La obligación de controlar los riesgos en que pueda incurrir la entidad. Dependiendo de la naturaleza, la escala y la complejidad de las actividades que desarrolle la entidad, esta deberá establecer una función específica, separada, de control de riesgos.
- El establecimiento en ciertos casos de una función de auditoría interna, que la MiFID define como una función independiente de las demás que tiene como finalidad elaborar, aplicar y mantener controles sobre la adecuación y eficacia de los sistemas de la entidad y sus procedimientos de control. Esta función deberá revisar los procedimientos, hacer recomendaciones de mejora y elaborar un informe anual sobre el grado de cumplimiento de la entidad.

Así pues, la función de cumplimiento tiene encomendado el control de la adecuación de los procedimientos y actuaciones a la normativa, así como el asesoramiento a la entidad para que su actividad no se aparte de los requisitos establecidos en la regulación. El adecuado establecimiento de la función de cumplimiento supone, entre otras medidas, la adopción de las acciones necesarias para monitorizar e informar sobre el cumplimiento de la normativa, identificar y valorar los riesgos de incumplimiento, adaptar los procedimientos a los cambios legales y facilitar su supervisión por parte de las autoridades competentes y asesorar a la entidad en esta materia. Todo ello confiere a la función de cumplimiento una finalidad esencialmente preventiva.

Como se ha indicado, durante los últimos años se ha registrado una notable actividad reguladora que afecta a las empresas de servicios de inversión. La complejidad

del actual marco normativo hace más necesaria, si cabe, una eficaz actuación de los órganos de verificación del cumplimiento en el seno de estas entidades. En este contexto, la función de cumplimiento tiende a verse cada vez más como una función de asesoramiento de alto nivel respecto a la adaptación organizativa y operativa de las firmas a la regulación y a la prevención de los riesgos de incumplirla. Así, en lo que se refiere a la extensa y compleja normativa MiFID, la función de cumplimiento no solo debe conocerla, sino que debe ser también capaz de interpretarla adecuadamente en relación con las características de la propia entidad. Para ello resulta necesario que los responsables de esta función tengan también un buen conocimiento de la entidad que les permita adaptar a su estructura, de forma efectiva y eficiente, la legislación actual y los cambios que puedan producirse en el futuro.

La experiencia supervisora de las autoridades europeas competentes ha puesto de manifiesto que no se observa un cumplimiento completo y efectivo de los requisitos del órgano de verificación del cumplimiento exigidos por la MiFID y que, con frecuencia, las entidades no conceden a las funciones de este órgano la importancia que merecen. Asimismo, la experiencia supervisora ha puesto de manifiesto inconsistencias en la interpretación de dichos requisitos entre los distintos Estados Miembros.

Con objeto de mejorar la claridad y promover la convergencia entre los miembros de la Unión Europea en relación con los requisitos organizativos necesarios y el alcance del órgano de verificación del cumplimiento, ESMA abordó la elaboración de una serie de directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos del órgano de verificación del cumplimiento de la MiFID. La elaboración de estas directrices también tenía como objetivo reforzar la importancia de dicha función dentro de las entidades. Asimismo, con las directrices se pretendía que las entidades que prestan servicios de inversión adoptasen las medidas necesarias para cumplir las previsiones del artículo 13 de la MiFID, relativo a los requisitos organizativos de las ESI, y el artículo 6 de la directiva de aplicación de la MiFID (Directiva 2006/73/CE), referente al cumplimiento normativo.

En mayo de 2011 se constituyó un grupo de trabajo en el seno de ESMA, en el que participó activamente la CNMV, con objeto de elaborar un primer documento con propuestas sobre directrices. Este documento fue sometido a un periodo de consulta pública de dos meses el 22 de diciembre del mismo año, tras el cual se introdujeron algunas modificaciones en las propuestas, básicamente destinadas a clarificar algunos aspectos, como la aplicación del principio de proporcionalidad o la función del responsable del cumplimiento normativo.

Finalmente, las directrices fueron publicadas, primero, el 6 de julio de 2012 en versión inglesa y, siguiendo los procedimientos establecidos en el artículo 16 del Reglamento de ESMA, el 28 de septiembre de 2012 en las diferentes lenguas de los Estados Miembros. A partir de ese momento se abrió un plazo de dos meses para que cada autoridad competente comunicara si tenía intención o no de cumplir con las directrices. En los Estados en que se acuerde su cumplimiento, las directrices se aplicarán a partir de los 60 días naturales posteriores a la fecha del requisito de notificación de tal intención.

Las directrices se emiten al amparo del artículo 16 del Reglamento de ESMA. El artículo 13.2 de la MiFID señala que las empresas de inversión establecerán políticas

y procedimientos adecuados y suficientes para garantizar que la empresa, sus directivos, sus empleados y sus agentes vinculados cumplan las obligaciones que les impone la Directiva. En este caso, se pretende facilitar una mayor clarificación de las disposiciones, tanto de la MiFID como de su directiva de aplicación (Directiva 2006/73/CE), sobre la obligación del cumplimiento y la efectiva observancia de las responsabilidades de ella derivadas.

Las directrices se centran en señalar que es fundamental que estas entidades, teniendo en cuenta su naturaleza y sus circunstancias, aseguren una adecuada asignación de los recursos humanos y materiales al órgano de verificación del cumplimiento, así como que el personal que lo integra cuente con la formación y la experiencia necesarias para llevar a cabo las funciones asignadas. Además, el órgano de verificación del cumplimiento debe ocupar una posición en la jerarquía organizativa que garantice que pueda desempeñar sus funciones de acuerdo con los principios de independencia y autoridad.

3 Contenido de las directrices

El texto aprobado está compuesto por una norma general y varias normas de apoyo (explicativas) y se estructura en tres bloques de directrices: responsabilidades, requisitos organizativos y supervisión por la autoridad competente del órgano de la verificación del cumplimiento.

3.1 Responsabilidades

El primer bloque de recomendaciones, centrado en las responsabilidades del órgano de verificación del cumplimiento, se divide a su vez en cuatro directrices.

La primera de ellas, relativa a la evaluación del riesgo de incumplimiento, establece el deber de las entidades de asegurar que el órgano de verificación del cumplimiento adopte un enfoque basado en el riesgo, con el fin de asignarle los recursos necesarios para realizar su labor de manera eficiente. El órgano de verificación del cumplimiento debe realizar una evaluación del riesgo de incumplimiento con regularidad, teniendo en cuenta los servicios y actividades de inversión y auxiliares que ofrece la entidad, así como los instrumentos financieros intermediados o comercializados por ella, con objeto de asignar de manera eficiente los recursos al órgano de verificación del cumplimiento y determinar los objetivos y el programa de trabajo de las actividades de supervisión y asesoramiento de dicho órgano.

La adopción de un enfoque basado en el riesgo no supone en sí misma una novedad, pero incide en la consideración del incumplimiento normativo como un riesgo más a gestionar y prevenir, estableciendo la obligatoriedad de que las entidades apliquen y mantengan políticas y procedimientos para su control y minimización, al igual que para el resto de los riesgos que afectan a la actividad, los procesos y los sistemas de la entidad. Como se destaca en el informe COSO (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission), la gestión de riesgos no solo contribuye decididamente a la consecución de los objetivos empresariales en sentido amplio

(en sus cuatro categorías, estratégicos, operativos, de información y de cumplimiento normativo) sino que es un factor generador de valor por cuanto que permite a la entidad y a su dirección enfrentarse de manera eficaz a la incertidumbre y, en consecuencia, a los riesgos y oportunidades asociados².

La segunda directriz hace referencia a las obligaciones de control del órgano de verificación del cumplimiento, señalando que el plan de revisión de dicho órgano debería abarcar todos los servicios y actividades de inversión, así como los servicios auxiliares de la entidad, y establecer prioridades en función de la valoración del riesgo de incumplimiento. Todo ello con la finalidad de determinar si el negocio de la entidad se lleva a cabo de conformidad con la MiFID y sus normas internas y si las medidas de control siguen siendo eficaces.

La adopción de planes de revisión responde a la necesidad de una adaptación continua de la actividad de la función de cumplimiento de acuerdo con la evolución del perfil de riesgo y de las características internas de la entidad. Así, el órgano de verificación del cumplimiento deberá realizar una labor de análisis constante de la propia situación en relación con el riesgo regulatorio y adaptar las respuestas a la propia evolución de la entidad. De este modo se atiende a la creciente versatilidad y flexibilidad del sistema financiero, asegurando el cumplimiento de los distintos objetivos de la regulación (competencia, integridad de los mercados, estabilidad del sistema financiero y protección del inversor).

El enfoque basado en el riesgo debería servir de base para determinar las herramientas y metodologías más adecuadas (por ejemplo, medidas del riesgo agregado, informes de desviaciones, de incidencias pendientes, observación de procedimientos aplicados, entrevistas, etc.) por parte del órgano de verificación del cumplimiento, así como el alcance del plan de revisión y la frecuencia de la actividad de control que realiza.

La segunda directriz se refiere también a la posibilidad de que la entidad forme parte de un grupo. En ese caso, la responsabilidad sobre el órgano de verificación del cumplimiento corresponderá a cada una de las empresas que constituyen el grupo. Por consiguiente, toda entidad debería asegurarse de que su órgano de verificación asume la responsabilidad de vigilar su propio riesgo de incumplimiento, lo cual incluye los casos en los que la empresa subcontrata estas tareas de verificación del cumplimiento a otra empresa del mismo grupo. No obstante, el órgano de verificación del cumplimiento de cada entidad debería tener en cuenta el grupo del que forma parte.

La tercera directriz alude a las obligaciones de información del órgano de verificación del cumplimiento. Las entidades deberían asegurar el envío de informes por escrito a la alta dirección por parte del órgano de verificación del cumplimiento con una periodicidad apropiada, al menos anual. Estos informes deberían contemplar todas las unidades de negocio relacionadas con la prestación de servicios y activida-

2 Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (2004): *Enterprise Risk Management – Integrated Framework*. Véase, por ejemplo, el resumen ejecutivo de esta publicación, disponible en http://www.coso.org/documents/coso_erm_executivesummary.pdf.

des de inversión y de otros servicios auxiliares y, en caso de no hacerlo, motivarlo. Además, deberían incluir una descripción de la ejecución y eficacia del control sobre las actividades desarrolladas por la empresa, un resumen de los riesgos y las deficiencias identificadas, las medidas correctoras adoptadas o que se tiene previsto adoptar, los riesgos identificados en el ámbito de las actividades de control, modificaciones de los requisitos normativos durante el periodo objeto del informe y otras cuestiones significativas, en su caso.

Por otro lado, cuando este órgano realice averiguaciones importantes, el responsable encargado del cumplimiento debería comunicarlas de forma rápida y específica a la alta dirección.

La directriz cuarta hace referencia a las obligaciones de asesoramiento del órgano de verificación del cumplimiento. En particular, se indica que este órgano, entre sus obligaciones en esa materia, debe colaborar en la organización de la formación continuada para las unidades de negocio dedicadas a los servicios y actividades de inversión, mediante la prestación de asesoramiento ordinario a los empleados de los departamentos operativos y la disposición de sus integrantes a responder a las preguntas que les planteen. Asimismo, se indica que el órgano de verificación del cumplimiento deberá participar en el establecimiento de las nuevas políticas y procedimientos en el ámbito de los servicios y actividades de inversión y auxiliares, y promover una cultura de cumplimiento en la empresa.

3.2 Requisitos organizativos

El segundo bloque, relativo a los requisitos organizativos del órgano de verificación del cumplimiento, está formado por seis directrices, concretamente las comprendidas entre las directrices quinta y décima, ambas incluidas, de acuerdo con el orden establecido, en el texto aprobado por ESMA.

La quinta directriz hace referencia a la eficacia del órgano de verificación del cumplimiento, indicando que las entidades deberían asignar de manera adecuada los recursos humanos, informáticos y de otro tipo a dicho órgano, teniendo en cuenta la proporción y la naturaleza de los servicios prestados. Asimismo, deberían permitirle el acceso a todas las bases de datos relevantes y a los sistemas de información pertinentes de las entidades, así como a cualquier informe de auditoría interna o externa o informe a la alta dirección o al órgano de supervisión, si existe.

Además, deberían conferir al responsable de este órgano la autoridad suficiente para ejercer sus funciones de manera satisfactoria y garantizar el acceso a toda la información relevante. En la política de cumplimiento de la empresa de inversión debería reconocerse de manera explícita la autoridad específica del personal responsable de verificar el cumplimiento.

Este responsable debería contar con unos conocimientos y una experiencia adecuados que le permitan evaluar de manera eficaz los riesgos de incumplimiento y los conflictos de interés de la empresa. El responsable del cumplimiento debería estar en condiciones de demostrar que posee suficiente experiencia profesional para evaluar dichos riesgos y conflictos.

Por otra parte, el presupuesto que la entidad destina al órgano de verificación del cumplimiento debería guardar concordancia con el nivel de riesgo de incumplimiento al que está expuesta.

La sexta directriz alude a la permanencia del órgano de verificación del cumplimiento. Así, señala que el órgano de verificación del cumplimiento debe llevar a cabo sus actividades con carácter permanente. En este sentido, las entidades deben establecer mecanismos apropiados y desarrollar procedimientos escritos que garanticen que las responsabilidades de este órgano se asumen durante las ausencias de su responsable.

Las responsabilidades, las facultades y la autoridad de los responsables del órgano de verificación del cumplimiento deberían reflejarse en una política o norma interna que tenga en cuenta la naturaleza, proporción y complejidad de los servicios prestados por la empresa. También debería incluirse información sobre el plan de revisión, los deberes en materia de información y la estrategia basada en los riesgos que este órgano aplique.

Asimismo, se señala la importancia de que el órgano de verificación del cumplimiento sea capaz de responder con rapidez a los acontecimientos imprevistos.

La directriz séptima, relativa a la independencia del órgano de verificación del cumplimiento, establece que las entidades deberían asegurarse de que este órgano ocupe una posición en la estructura organizativa que garantice que tanto su responsable como el resto de sus miembros lleven a cabo sus tareas de forma independiente.

La persona responsable del órgano debería ser nombrada y sustituida por la alta dirección o por el órgano supervisor, en su caso. Cuando la alta dirección se desvíe de las recomendaciones emitidas por el órgano de verificación del cumplimiento, su responsable debería documentarlo e incluirlo en sus informes.

La octava directriz, concerniente a las exenciones, señala que las entidades no están obligadas a cumplir con lo dispuesto en las letras c) y d) del artículo 6, apartado 3, de la Directiva 2006/73/CE si a la luz de la naturaleza, escala y complejidad de sus actividades y servicios prestados puedan demostrar que dichas obligaciones son desproporcionadas y que su órgano de verificación del cumplimiento sigue siendo eficaz³.

Para acogerse a esta exención, las entidades deben tener en cuenta una serie de criterios, como los tipos de servicios y actividades de inversión y auxiliares y de otras actividades de negocio ofrecidos por la empresa de inversión, el alcance y volumen de los servicios y actividades de inversión y auxiliares realizados, los tipos de instrumentos ofrecidos a los clientes, las categorías de clientes, la plantilla, la pertenencia

3 Las letras citadas del artículo 6. 3. de la Directiva 2006/73/CE establecen que, con objeto de que el órgano de verificación del cumplimiento funcione de forma adecuada e independiente, los Estados Miembros exigirán que las empresas de inversión se aseguren de que se cumplen las siguientes condiciones: las personas competentes encargadas de la verificación del cumplimiento no deberán participar en la realización de los servicios o actividades que controlan (letra c) y el método de determinación de la remuneración de las personas encargadas de la verificación del cumplimiento no deberá comprometer su objetividad, ni real ni potencialmente (letra d).

a un grupo económico, los servicios prestados a través de la red comercial, las actuación transfronteriza y la complejidad de sus sistemas informáticos, entre otros. El establecimiento de estos criterios por parte de ESMA puede ayudar tanto a las ESI como a los supervisores a la hora de concretar las referidas exenciones.

Una empresa podría acogerse a la exención por razones de proporcionalidad si la realización de las tareas de verificación del cumplimiento no requiere un puesto de trabajo a tiempo completo. Así, por ejemplo, aunque es preciso designar siempre a un responsable de cumplimiento, puede ser desproporcionado exigir que una empresa de inversión de pequeño tamaño, con una gama de actividades muy reducida, designe a un responsable de cumplimiento con dedicación exclusiva. En este caso, si la entidad se acoge a la exención por razones de proporcionalidad, deberán minimizarse los conflictos de intereses entre las distintas funciones realizadas por las personas en cuestión.

Cuando se haga uso de dicha exención, se podrán combinar las funciones de verificación del cumplimiento y de asesoría jurídica. Por el contrario, la empresa con unas actividades más complejas o un tamaño mayor debería evitar por lo general esta combinación, en caso de que pudiera menoscabar la independencia del órgano de verificación del cumplimiento.

La novena directriz alude a la combinación de la función de verificación del cumplimiento con otras funciones de control interno. Tal combinación puede aceptarse cuando no comprometa la eficacia e independencia de dicho órgano. Cuando se produzca, las entidades deberían asegurarse de que las responsabilidades de cada función se lleven a cabo de forma apropiada y que su ejercicio esté documentado, de forma que pueda ser evaluado por las autoridades competentes.

Como norma general, no deberían combinarse las funciones del órgano de verificación del cumplimiento con las de auditoría interna (encargada, entre otras, del control del citado órgano), y las personas pertenecientes a dicho órgano no deberían estar involucradas en las actividades que se ven obligadas a controlar. Sin embargo, puede ser aceptable unificar la verificación del cumplimiento con otras funciones de control al mismo nivel (como la prevención del blanqueo de capitales), siempre que no genere conflictos de intereses ni se comprometa la eficacia de la función de verificación del cumplimiento.

Por motivos prácticos, en determinadas circunstancias (por ejemplo, en las empresas formadas por muy pocas personas) podría ser más apropiado que la misma persona se responsabilizara de ambas funciones. A este respecto, las empresas deberían estudiar la conveniencia de consultar esta combinación con la autoridad competente. El órgano de verificación del cumplimiento debería coordinar sus actividades con las funciones de control de segundo nivel realizadas por otros departamentos.

La decisión sobre si el personal perteneciente a otras funciones de control debe realizar también tareas de verificación del cumplimiento debería ser un aspecto importante a la hora de determinar los recursos humanos que necesita el órgano de verificación del cumplimiento.

La décima directriz, relativa a la externalización de la verificación del cumplimiento, indica que las entidades deberían asegurarse de que se cumplen todos los requisitos

exigidos al órgano de verificación del cumplimiento, con independencia de que dicha función se subcontrate total o parcialmente. Será la alta dirección la responsable del cumplimiento de dichos requisitos.

Para la externalización de las funciones del citado órgano las entidades deberían llevar a cabo una revisión de la diligencia debida, que dependerá de la naturaleza, la escala, la complejidad y el riesgo de las funciones externalizadas. El objetivo de esta revisión es la comprobación de que el proveedor del servicio dispone de la autoridad, los recursos, la competencia y el acceso a la información necesarios para garantizar su eficacia y que tiene capacidad para realizar esta función de manera continua. Asimismo, se señala que la alta dirección es responsable de la supervisión y el control continuados de las funciones externalizadas.

La externalización de la verificación del cumplimiento puede ser una opción apropiada cuando una empresa de inversión, debido a sus características, en particular su tamaño o el alcance de sus actividades, no está en condiciones de emplear personal responsable del cumplimiento que sea independiente de los servicios que debe controlar.

3.3 Supervisión por las autoridades competentes

Por último, la undécima directriz hace referencia a la supervisión del órgano de verificación del cumplimiento por parte de la autoridad competente. En este punto, se indica que las autoridades competentes deben revisar la forma en que las entidades implantan y mantienen los requisitos previstos en la MiFID relativos al órgano de verificación del cumplimiento. Esta revisión debe llevarse a cabo tanto en los procesos de autorización como en los de supervisión continua desarrollados por la autoridad competente.

4 Posición de la CNMV e impacto en su actividad supervisora

Como se ha indicado, de acuerdo con el Reglamento de ESMA, la CNMV ha notificado a esta autoridad europea su intención de cumplir con el conjunto de directrices al que se refiere este artículo. Así pues, la CNMV va a tener en cuenta las directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos del órgano de verificación del cumplimiento de la MiFID, si bien debe señalarse que, con carácter general, las pautas ahora recomendadas por ESMA ya se venían contemplando en el desarrollo de sus funciones de supervisión. La CNMV ha remitido una carta a las asociaciones del sector para que den traslado a sus asociados de la decisión de adoptar las directrices.

Conviene destacar, por su proximidad al enfoque adoptado en las directrices, la línea mantenida hasta la fecha por la regulación española en materia de cumplimiento normativo. En efecto, el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, ya establecía la necesidad de que las entidades elaborasen un reglamento interno de conducta de obligado cumplimiento que regulara la actuación de sus órganos de administración, sus em-

pleados y sus representantes. Se señalaba la necesidad de designar un órgano de seguimiento del reglamento de conducta interno, que debía elaborar y mantener actualizada una relación de las personas sujetas a él. Tal relación debía ponerse a disposición de las autoridades competentes.

Asimismo, la Circular 1/1998, de 10 de junio, de la CNMV, sobre sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos, establecía la obligatoriedad para las entidades de contar con un órgano de control interno separado e independiente que, entre sus funciones, incluyera la de control del cumplimiento normativo.

Por lo tanto, la aplicación de estas directrices no supondrá un cambio sustancial para la CNMV en sus prácticas supervisoras ni en el proceso de autorización de las empresas de inversión. Por las mismas razones, no es previsible que se originen nuevas cargas para las empresas de servicios de inversión.

IV Anexo legislativo

Las novedades legislativas aprobadas desde la publicación del Boletín de la CNMV del tercer trimestre de 2012 han sido, por orden cronológico, las siguientes:

- **Reglamento Delegado 862/2012 de la Comisión, de 4 de junio de 2012**, por el que se modifica el Reglamento 809/2004 en cuanto a la información relativa al consentimiento para la utilización del folleto, a la información sobre índices subyacentes y a la exigencia de un informe elaborado por contables o auditores independientes.

La modificación de la Directiva 2003/71/CE, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, por la Directiva 2010/73/UE hacía necesario modificar el Reglamento 809/2004, en cuanto al consentimiento del emisor o de la persona responsable de la elaboración del folleto para su utilización por parte de intermediarios financieros y en lo referente a la información que ha de incluirse en el folleto relativa a los índices subyacentes y a las estimaciones y previsiones de beneficios.

Así, el presente Reglamento establece la publicación en el folleto del consentimiento del emisor o de la persona responsable del folleto para su utilización por intermediarios financieros y de las condiciones que se establezcan para dicha utilización.

Además, se aclara que la descripción de los índices propietarios (índices compuestos por el emisor) debe constar en el folleto de base, a fin de garantizar que dicha información se ponga a disposición de los inversores de la forma más objetiva y transparente posible. Los índices compuestos por una entidad del mismo grupo que el del emisor también están sometidos a la misma obligación.

Por último, la reforma mantiene el informe contable sobre estimaciones y previsiones de beneficios, aclarando que dicho informe no se exige para determinada información financiera si se cumplen ciertas condiciones específicas.

- **Real Decreto 1336/2012, de 21 de septiembre**, por el que se modifican determinados reales decretos en relación con las facultades de las autoridades europeas de supervisión.

El Real Decreto-Ley 10/2012, de 23 de marzo, por el que se modifican determinadas normas financieras en relación con las facultades de las autoridades europeas de supervisión, inició la transposición al ordenamiento jurídico español de la 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 Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA).

La citada directiva forma parte del llamado «paquete de supervisión», por el que se crearon las referidas autoridades europeas de supervisión, así como una autoridad de supervisión a nivel macroeconómico: la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB). En particular, la Directiva introduce modificaciones en las

directivas sectoriales para integrar a estas autoridades en el marco europeo de cooperación entre supervisores y permitir que cumplan con las funciones establecidas en sus respectivos reglamentos.

Con este real decreto se completa la transposición de la Directiva 2010/78/UE, de 24 de noviembre, con objeto de incorporar la obligación de colaboración, información y comunicación de las autoridades competentes, el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), con respecto a las autoridades europeas de supervisión correspondientes. De esta forma, se termina la adaptación del esquema nacional de supervisión a las obligaciones derivadas del derecho de la Unión Europea, que establece el citado marco europeo de supervisión y lo provee de aquellos instrumentos que se consideran imprescindibles para evitar la reproducción de las prácticas financieras que estuvieron en el origen de la crisis económica.

El Real Decreto introduce modificaciones en las siguientes normas: el Reglamento de desarrollo de la Ley 13/1989, de 26 de mayo, de Cooperativas de Crédito, aprobado por el Real Decreto 84/1993, de 22 de enero; el Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito; el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos; el Real Decreto 1332/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de los conglomerados financieros y por la que se modifican otras leyes del sector financiero; el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea; el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras; y el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

Destacan las siguientes modificaciones del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley del Mercado de Valores en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de ventas o suscripción y del folleto exigible:

- La CNMV notificará a ESMA la aprobación del folleto y de sus posibles suplementos y le proporcionará una copia del mismo.
- En cuanto a la eficacia transfronteriza de los folletos aprobados, esta se hace depender de la notificación por parte de la CNMV a ESMA, además de la notificación a la autoridad competente del Estado Miembro de acogida.

- ESMA tendrá derecho a participar en las inspecciones in situ que se realicen de manera conjunta por la CNMV y otra autoridad competente de la UE.

Por lo que respecta al Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea, se añade un nuevo apartado 3 al artículo 21, por el que se establece que la CNMV deberá informar a ESMA sobre las exenciones que conceda en relación a la obligación de remisión de información periódica en caso de que España sea Estado de origen y el emisor tenga su domicilio social en un Estado no miembro de la UE.

En cuanto al Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras, destacan las siguientes modificaciones:

- Respecto al procedimiento de declaración de sucursales como significativas, en el supuesto de que alguna autoridad competente interesada haya remitido el asunto a ESMA, la CNMV aplazará su resolución y esperará la decisión de la Autoridad, debiendo resolver con arreglo a ella.
- Se incluye la participación de ESMA en los colegios de supervisores previstos en el artículo 91 *septies* de la Ley del Mercado de Valores.
- Se establece la obligación de informar a ESMA de la suscripción de acuerdos bilaterales de delegación de responsabilidades de supervisión previstos en el artículo 28 del Reglamento (UE) n° 1093/2010, de 24 de noviembre, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión.
- Se establece la obligación de informar a ESMA y a la ESRB del surgimiento de una situación de urgencia y, en particular, de una evolución adversa de los mercados financieros que pueda comprometer la liquidez en el mercado y la estabilidad del sistema financiero.
- La CNMV deberá remitir a ESMA una lista de las sociedades financieras de cartera que controlen a empresas de servicios de inversión.

Por último, se modifica el artículo 13 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, estableciéndose que la CNMV comunicará a ESMA toda autorización de empresas de servicios de inversión en España y le informará de las dificultades que las empresas de servicios de inversión españolas encuentren para establecerse o prestar servicios de inversión en un Estado no miembro de la UE.

- **Ley 7/2012, de 29 de octubre**, de modificación de la normativa tributaria y presupuestaria y de adecuación de la normativa financiera para la intensificación de las actuaciones en la prevención y lucha contra el fraude.

Por lo que respecta a la materia relacionada con el mercado de valores, la disposición final primera de esta Ley modifica el artículo 108 de la Ley del Merca-

do de Valores con el fin de conformarlo, tal como se estableció originariamente, como una medida contra la elusión fiscal de las posibles transmisiones de valores que funcionen como una cobertura de una transmisión de inmuebles mediante la interposición de figuras societarias.

Para ello se simplifica su regulación y se modifica el precepto para corregir los siguientes aspectos del mismo: se establece la exención general del gravamen por el Impuesto sobre el Valor Añadido o por el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, a no ser que se trate de eludir su pago mediante la transmisión de los inmuebles de las entidades a las que representan los valores transmitidos, en cuyo caso la operación volverá a ser gravada por el impuesto eximido.

Además, se excluye del posible gravamen a las adquisiciones de valores en los mercados primarios, que no estarán sujetas a este precepto, y, por último, se simplifica la redacción del artículo, pasando de ser una norma objetiva a una auténtica norma de lucha contra el fraude, aunque en los supuestos más claros se establece una presunción *iuris tantum* que deberá, en su caso, ser enervada por el interesado si no quiere que le sea aplicada la medida antielusión.

En consonancia con dicha modificación se introducen los cambios pertinentes en la Ley reguladora del Impuesto sobre el Valor Añadido.

- **Ley 8/2012, de 30 de octubre**, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero.

El Real Decreto-Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero, se dictó con el fin de adoptar medidas urgentes conducentes a lograr el saneamiento de los balances de las entidades de crédito, afectados negativamente por el deterioro de los activos vinculados al sector inmobiliario. Esta norma exigió a las entidades de crédito la constitución de nuevas provisiones para la cartera de financiaciones y activos adjudicados o recibidos en pago de deudas relacionadas con el suelo para promoción inmobiliaria y con las construcciones o promociones inmobiliarias existentes a 31 de diciembre de 2011. Para los activos calificados como de riesgo normal, las entidades debían constituir, por una sola vez, una cobertura genérica del 7% del saldo vivo a 31 de diciembre de 2011.

En la misma línea marcada por este Real Decreto-Ley, se aprobó el Real Decreto-Ley 18/2011, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero, convalidado por el Congreso de los Diputados, que acordó su tramitación como Proyecto de Ley dando lugar a la aprobación de esta Ley.

La Ley contempla exigencias de cobertura adicionales a las establecidas en el Real Decreto-Ley 2/2012, por el deterioro de las financiaciones vinculadas a la actividad inmobiliaria clasificadas como «en situación de riesgo normal», que se realizarán de una sola vez, de manera diferenciada en función de las diversas clases de financiaciones.

Así, para la financiación de la construcción o promoción inmobiliaria con garantía real, el porcentaje de cobertura obligatorio se ampliará en un 45% para

el suelo, en un 22% para la promoción en curso y en un 7% para la promoción terminada. En caso de que no se cuente con garantía real, el porcentaje se ampliará en un 45% en todos los casos.

Estas nuevas exigencias deberán cumplirse antes del 31 de diciembre de 2012, salvo para aquellas entidades que durante el ejercicio 2012 lleven a cabo procesos de integración, que dispondrán de doce meses a partir de su autorización.

Aquellas entidades que, como consecuencia de estos requisitos de cobertura del riesgo inmobiliario, deterioren su solvencia de modo tal que su capital principal o sus recursos propios resulten deficitarios, habrán de prever en su plan de cumplimiento medidas alternativas que garanticen lo previsto en la Ley. En particular, si así lo considera el Banco de España, las entidades estarán obligadas a solicitar apoyo financiero público a través del FROB, que podrá inyectar recursos a través de la adquisición, bien de capital ordinario, o bien de instrumentos convertibles en capital.

Por otro lado, con el fin de aislar y dar salida en el mercado a los activos cuya integración en el balance de las entidades esté lastrando la recuperación del crédito, se prevé la constitución de sociedades de capital (denominadas «sociedades para la gestión de activos») a las que las entidades de crédito deberán aportar todos los inmuebles adjudicados o recibidos en pago de deudas relacionadas con el suelo para la promoción inmobiliaria y con las construcciones o promociones inmobiliarias.

Las aportaciones a la sociedad deberán efectuarse antes de que termine el plazo de dotación de provisiones que resulte de aplicación a la entidad y deberán valorarse por su valor razonable. En ausencia de dicho valor o cuando exista dificultad para obtenerlo, se valorarán por su valor en libros, que se determinará tomando en consideración las provisiones que los activos deben tener constituidas en aplicación del Real Decreto-Ley 2/2012 y de esta Ley.

En el caso de entidades participadas mayoritariamente por el FROB o regidas por un administrador provisional designado por el FROB, será este quien decida si la entidad debe o no constituir la sociedad para la gestión de activos.

Las sociedades para la gestión de activos de aquellas entidades que hayan recibido apoyo financiero del FROB tendrán como objeto social exclusivo la administración y enajenación, ya sea de forma directa o indirecta, de los activos a ellas aportados, y sus administradores deberán tener experiencia acreditada en la gestión de activos inmobiliarios. Además deberán enajenar anualmente, al menos, un 5% de sus activos a un tercero distinto de la entidad de crédito aportante o de cualquier sociedad de su grupo.

Las entidades que hayan recibido apoyo financiero del FROB dispondrán de un plazo de tres años a contar desde la entrada en vigor del Real Decreto-Ley 18/2012, de 11 de mayo, el 12 de mayo de 2012, para adoptar y ejecutar las medidas precisas para que la vinculación de la sociedad para la gestión de activos con la entidad sea como máximo la de empresa asociada.

Asimismo, la Ley establece las reglas necesarias para garantizar la neutralidad fiscal de las operaciones que se realicen en la constitución de las sociedades para la gestión de activos. Con el objeto de estimular la venta de los activos inmobiliarios, en relación con el Impuesto sobre Sociedades, el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y el Impuesto sobre la Renta de no Residentes, se introduce una exención parcial de las rentas derivadas de la transmisión de bienes inmuebles urbanos que se adquieran a partir de la entrada en vigor del Real Decreto-Ley 18/2012, de 11 de mayo, el 12 de mayo de 2012 y hasta el 31 de diciembre de 2012, cuando se cumplan determinados requisitos.

Finalmente, se moderan los aranceles notariales y registrales que serán de aplicación en los supuestos de traspasos de activos financieros o inmobiliarios como consecuencia de operaciones de saneamiento y reestructuración de entidades financieras.

- **Ley 9/2012, de 14 de noviembre**, de reestructuración y resolución de entidades de crédito.

Con la aprobación del Real Decreto-Ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, se dio adecuado cumplimiento a aquellas medidas del Memorando de Entendimiento sobre condiciones de política sectorial financiera cuya adopción estaba prevista para el mes de agosto de este año y se adelantó el cumplimiento de algunas medidas previstas para fechas posteriores, con el objeto de proporcionar a las diferentes instituciones de carácter público todos los instrumentos necesarios para completar el proceso de reestructuración de las entidades de crédito.

La presente Ley trae causa de dicho Real Decreto-Ley, tras acordarse por el Pleno del Congreso de los Diputados su tramitación como Proyecto de Ley. Su aprobación supone un extraordinario reforzamiento de los mecanismos con los que contarán las autoridades públicas para el saneamiento del sistema financiero español.

La Ley distingue tres situaciones de crisis en las que puede estar inmersa una entidad de crédito, según su gravedad. Para cada uno de estos casos se articula un procedimiento a seguir, regulándose de forma clara los instrumentos y medidas que pueden adoptarse. Así, se distingue entre un procedimiento de actuación temprana, uno de reestructuración y, por último, uno de resolución.

El procedimiento de actuación temprana será aplicable a una entidad de crédito cuando incumpla con los requerimientos de solvencia, liquidez, estructura organizativa o control interno (o cuando existan elementos objetivos conforme a los que resulte razonablemente previsible que no pueda cumplir con ellos), pero se encuentre en disposición de retornar al cumplimiento por sus propios medios o a través de un apoyo financiero excepcional mediante instrumentos convertibles en acciones.

Le corresponde al Banco de España decidir sobre qué entidades han de adoptar las medidas de intervención temprana, a cuyos efectos deberá elaborarse un plan de actuación que permita paliar la situación de debilidad en la solvencia.

Durante esta fase, el Banco de España puede exigir la sustitución de los miembros del consejo de administración, en caso de que se produzca un deterioro significativo de la situación de la entidad.

En segundo lugar, la Ley distingue entre procedimientos de reestructuración y de resolución, refiriéndose estos últimos a los procesos en que la entidad de crédito no es viable y es necesario proceder a su extinción ordenada con las mayores garantías para los depositantes y para la estabilidad financiera.

En ambos procesos, es el FROB el que asume la responsabilidad de determinar los instrumentos idóneos para llevarlos a cabo de forma ordenada y con el menor coste posible para el contribuyente.

El proceso de resolución se aplicará a entidades que no sean viables, mientras que el proceso de reestructuración se aplicará a entidades que requieran apoyo financiero público para garantizar su viabilidad, pero que cuenten con la capacidad para devolver tal apoyo financiero en los plazos previstos para cada instrumento de apoyo en la propia Ley.

En ambos casos se prevé la elaboración de un plan, ya sea de reestructuración o de resolución, que deberá ser aprobado por el Banco de España, así como una regulación específica de los instrumentos de reestructuración o resolución que podrán ser aplicados.

En relación con los instrumentos de resolución, se ha tenido en cuenta la propuesta de directiva por la que se establece un marco para el rescate y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión que lanzó la Comisión Europea en junio de este año, incluyéndose la venta del negocio de la entidad a un tercero, la transmisión de activos o pasivos a un banco puente, o la transmisión de activos o pasivos a una sociedad de gestión de activos. En el caso de que se abra el proceso de resolución, además, se deberá proceder a la sustitución del órgano de administración.

Por otro lado, se prevé la posibilidad de que el FROB ordene a la entidad de crédito correspondiente el traspaso de los activos problemáticos a una sociedad de gestión de activos que se constituirá como una sociedad anónima. Esta transmisión se realizará sin necesidad de obtener el consentimiento de terceros y sin tener que cumplir los requisitos de procedimiento exigidos en materia de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

Además, la Ley introduce disposiciones sobre las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada que aclaran la cuestión de quién debe financiar las medidas de reestructuración y de resolución de una entidad bancaria, partiendo del principio de que los accionistas y acreedores han de sufragar los gastos de la reestructuración o resolución antes que los contribuyentes.

Por ello, se establecen mecanismos voluntarios y obligatorios de gestión de instrumentos híbridos de capital, que afectarán tanto a las participaciones preferentes como a la deuda subordinada, y que el FROB se encargará de aplicar.

Además, la Ley establece el régimen jurídico del FROB, constituyendo una de las novedades más importantes la modificación de la composición del órgano de gobierno del fondo. Así, se ha suprimido la participación que tenían las entidades de crédito en la anterior normativa en representación del Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito, ante la posibilidad de que genere situaciones de conflicto de interés, y se ha creado la figura de un director general que ostentará las competencias de carácter ejecutivo del Fondo.

Por otro lado, la Ley prevé medidas de protección del inversor minorista en relación con la comercialización de instrumentos híbridos y otros instrumentos complejos, entre los que se incluyen las participaciones preferentes. Además, se intensifican los poderes de control que tiene la Comisión Nacional del Mercado de Valores en relación con la comercialización de productos de inversión por parte de las entidades, especialmente en relación con los citados productos complejos.

En concreto, la disposición adicional decimotercera de la Ley establece determinados requisitos para la comercialización entre los inversores minoristas de participaciones preferentes, instrumentos de deuda convertibles y financiaciones subordinadas computables como recursos propios. En este sentido, la emisión habrá de contar con un tramo dirigido exclusivamente a inversores profesionales de al menos el cincuenta por ciento del total, sin que el número total de tales inversores pueda ser inferior a cincuenta, y el valor nominal unitario mínimo de los valores será de cien mil euros para emisiones de participaciones preferentes o instrumentos de deuda convertibles de entidades no cotizadas; para las restantes emisiones, el valor nominal unitario mínimo será de veinticinco mil euros.

El incumplimiento de estos requisitos constituirá una infracción muy grave, conforme a lo previsto en el título VIII de la Ley de Mercado de Valores.

Lo anterior no será de aplicación en el ámbito de las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada previstos en el capítulo VII de la Ley, ni a los instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada emitidos al objeto de canjear otros valores de este tipo emitidos con anterioridad al 31 de agosto de 2012.

Además, la disposición final tercera de la Ley modifica determinados artículos de la Ley del Mercado de Valores. En particular:

- Se modifica el apartado 3 del artículo 27 de la LMV en lo relativo al contenido del resumen que debe contener el folleto informativo detallándose, sin perjuicio de lo que se determine reglamentariamente, lo que se entiende por «información fundamental». Asimismo, se establecen ciertos supuestos en los que no resulta necesaria la elaboración del resumen.
- Se revisan los umbrales del artículo 30 bis para considerar una emisión como oferta pública de venta o suscripción de valores. Del mismo modo, se modifican los umbrales que obligan a los emisores cuyos valores cotizan en un mercado secundario oficial u otro mercado regulado a difundir información pública periódica.

- Se da nueva redacción al tercer párrafo del apartado 3 del artículo 79 bis de la LMV en el sentido de que la CNMV pueda requerir que «en la información que se entregue a los inversores con carácter previo a la adquisición de un producto, se incluyan cuantas advertencias se estimen necesarias relativas al instrumento financiero y, en particular, aquellas que destaquen que se trata de un producto no adecuado para inversores no profesionales debido a su complejidad. Igualmente podrá requerir que estas advertencias se incluyan en los elementos publicitarios».
- Se modifican los apartados 6 y 7 del artículo 79 bis de la LMV para, entre otras cuestiones, establecer que «cuando el servicio de inversión se preste en relación con un instrumento complejo [...] se exigirá que el documento contractual incluya, junto a la firma del cliente, una expresión manuscrita, en los términos que determine la CNMV, por la que el inversor manifieste que ha sido advertido de que el producto no le resulta conveniente o de que no ha sido posible evaluarle en los términos de este artículo. En los términos que determine la CNMV, las entidades que presten servicios de inversión deberán mantener, en todo momento, un registro actualizado de clientes y productos no adecuados en el que reflejen, para cada cliente, los productos cuya conveniencia haya sido evaluada con resultado negativo».
- Se crea un registro de fondos de activos bancarios en el que se inscribirán los hechos y actos sujetos a registro en la CNMV conforme a la normativa aplicable.
- Se añade una nueva disposición final a la Ley de Mercado de Valores, por la que se designa a la CNMV como autoridad competente en España a efectos de lo previsto en el Reglamento (UE) n.º 236/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago, y a efectos del artículo 10.5 y 22 del Reglamento (UE) n.º 648/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.

Finalmente, la Ley modifica los requisitos de capital principal que deben cumplir los grupos consolidables de entidades de crédito, así como las entidades no integradas en un grupo consolidable que establece el Real Decreto-Ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero. Concretamente, los requisitos actuales del ocho por cien con carácter general, y del diez por cien para las entidades con difícil acceso a los mercados de capitales y para las que predomine la financiación mayorista, se transformarán en un único requisito del nueve por cien que deberán cumplir a partir del 1 de enero de 2013. Del mismo modo, se modifica la definición de capital principal asemejándola, tanto en elementos computables como en deducciones, a la utilizada por la Autoridad Bancaria Europea.

- **Orden ECC/2502/2012, de 16 de noviembre**, por la que se regula el procedimiento de presentación de reclamaciones ante los servicios de reclamaciones

del Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

Esta orden, que entrará en vigor a los seis meses de su publicación en el BOE, tiene como objeto desarrollar el procedimiento de tramitación de las quejas, reclamaciones y consultas presentadas ante los servicios de reclamaciones del Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones en cumplimiento del mandato previsto en el artículo 30.3 de la Ley 44/2002, de 22 noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

Están legitimados para presentar quejas, reclamaciones o consultas:

- Todas las personas físicas o jurídicas, españolas o extranjeras, que estén debidamente identificadas, en su condición de usuarios de los servicios financieros prestados por cualquiera de las entidades supervisadas por la CNMV, el BdE o la DGSFP.
- Las personas o entidades que actúen en defensa de los intereses particulares de sus clientes, partícipes o inversores, los tomadores de seguros, asegurados, beneficiarios, terceros perjudicados o derechohabientes de cualquiera de ellos, así como los partícipes y beneficiarios de planes de pensiones.
- Las asociaciones y organizaciones representativas de legítimos intereses colectivos de los usuarios de servicios financieros, siempre que tales intereses resulten afectados y aquellas estén legalmente habilitadas para su defensa y protección y reúnan los requisitos establecidos en el Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias, o, en su caso, en la legislación autonómica en materia de defensa de los consumidores.

La presentación de quejas, reclamaciones o consultas podrá efectuarse en soporte papel o por medios electrónicos a través de los registros electrónicos habilitados a tal efecto en el BdE, la CNMV y la DGSFP, en los términos previstos en la normativa aplicable.

Para la admisión y tramitación de reclamaciones o quejas ante el servicio de reclamaciones correspondiente será imprescindible acreditar haberlas formulado previamente ante el departamento o servicio de atención al cliente o, en su caso, ante el defensor del cliente o partícipe de la entidad contra la que se reclame.

Denegada la admisión, desestimada total o parcialmente, o transcurrido el plazo de dos meses desde la fecha de su presentación sin que haya sido resuelta, el interesado podrá presentar su reclamación o queja indistintamente ante cualquiera de los servicios de reclamaciones, con independencia de su contenido.

En caso de que el servicio de reclamaciones que recibe la reclamación o queja no resulte competente para su tramitación, se encargará de remitirla inmediatamente al servicio de reclamaciones competente.

Cuando una queja, reclamación o consulta pertenezca, por razón de su contenido, al ámbito de competencia de dos o más servicios de reclamaciones, el expediente lo tramitará el servicio de reclamaciones que corresponda en atención a la naturaleza jurídica de la entidad reclamada. En estos casos, el servicio de reclamaciones al que corresponda tramitar el expediente solicitará informe a los otros servicios de reclamaciones sobre los asuntos que se refieran a sus ámbitos de competencias, integrando tales informes en el informe final que se dicte. Asimismo, los servicios de reclamaciones podrán alcanzar acuerdos entre sí con el fin de armonizar y mejorar las prácticas de asistencia en el ejercicio de sus funciones.

Podrá acordarse la acumulación de expedientes, para su tramitación conjunta, en los siguientes casos:

- Cuando se trate de reclamaciones o quejas presentadas por distintas personas referidas a la misma entidad financiera que guarden una identidad sustancial o una íntima conexión en los hechos o problemas puestos de manifiesto.
- Cuando se trate de reclamaciones o quejas formuladas por una misma persona referidas a cuestiones que guarden una identidad sustancial o una íntima conexión, y que no consistan en una mera reiteración.

La Orden prevé la posibilidad de presentar reclamaciones y quejas colectivas en el supuesto de que varios reclamantes se vean afectados por conductas que tengan un contenido y un fundamento idénticos o sustancialmente similares por parte de la misma entidad. La presentación de reclamaciones o quejas colectivas se realizará a través de un único representante.

El expediente de la reclamación deberá concluir con un informe en el plazo máximo de cuatro meses, a contar desde la fecha de presentación de la reclamación en el servicio de reclamaciones competente. Si ello no fuese posible, deberán hacerse constar expresamente en el informe final las causas que lo han impedido.

El informe será motivado, y deberá contener unas conclusiones claras en las que se haga constar si de lo actuado se desprende quebrantamiento de normas de transparencia y protección y si la entidad se ha ajustado o no a las buenas prácticas y usos financieros. En todo caso, el informe final deberá pronunciarse sobre todas las cuestiones que planteen las reclamaciones.

En cuanto a las consultas, el plazo máximo de contestación será de un mes desde la fecha de presentación de la consulta en el servicio de reclamaciones competente. La falta de contestación en dicho plazo no implicará la aceptación de los criterios expresados por los usuarios de servicios financieros en la consulta.

La contestación a la consulta tendrá carácter informativo, y no tendrá efectos vinculantes en relación a personas, actividades o supuestos contemplados en la consulta.

V Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2009	2010	2011	2011 IV	2012 I	II	III	IV ²
IMPORTES EFECTIVOS³ (millones de euros)								
Total	11.390,7	16.012,7	17.317,5	2.946,5	3.366,7	5.338,4	5.415,3	6.213,1
Ampliaciones de capital	11.388,7	15.407,0	17.221,5	2.850,5	3.366,7	5.287,8	5.010,5	5.437,1
De ellas, mediante OPS	17,3	958,7	6.441,3	2.736,6	873,1	1.509,2	75,0	0,0
Tramo nacional	14,9	61,6	6.031,7	2.684,6	873,1	1.509,2	75,0	0,0
Tramo internacional	2,5	897,2	409,6	52,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1,9	605,7	96,0	96,0	0,0	50,6	404,8	776,0
Tramo nacional	1,9	79,1	94,8	94,8	0,0	50,6	404,8	776,0
Tramo internacional	0,0	526,7	1,2	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
IMPORTES NOMINALES³ (millones de euros)								
Total	1.892,1	6.313,4	5.727,1	453,9	976,5	1.552,4	1.008,8	1.053,5
Ampliaciones de capital	1.892,0	6.304,4	5.721,1	447,9	976,5	1.549,7	977,3	977,1
De ellas, mediante OPS	0,1	1,9	2.092,9	221,0	522,9	82,0	8,2	0,0
Tramo nacional	0,1	1,8	1.910,6	216,7	522,9	82,0	8,2	0,0
Tramo internacional	0,0	0,1	182,3	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,0	9,0	6,0	6,0	0,0	2,8	31,5	76,4
Tramo nacional	0,0	8,9	5,9	5,9	0,0	2,8	31,5	76,4
Tramo internacional	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES⁴								
Total	53	69	92	26	24	26	27	18
Ampliaciones de capital	53	67	91	26	24	25	26	17
De ellas, mediante OPS	2	12	8	2	5	1	1	0
De ellas, liberadas	11	15	22	7	2	6	9	6
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	3	2	1	0	1	1	1
NÚMERO DE EMISORES⁴								
Total	34	46	46	15	14	15	19	13
Ampliaciones de capital	34	45	45	15	14	15	19	12
De ellas, mediante OPS	2	12	8	2	5	1	1	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	2	2	1	0	1	1	1

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

2 Datos disponibles: noviembre de 2012.

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	2009	2010	2011	2011 IV	2012 I	II	III	IV ¹
OFERTAS PÚBLICAS DE SUSCRIPCIÓN								
Total	17,3	958,7	6.441,3	2.736,6	873,1	1.509,2	75,0	0,0
Mercado nacional	14,9	61,6	3.335,8	0,0	6,8	0,0	0,0	0,0
Suscriptores minoristas	0,0	2,5	2.017,7	0,0	4,1	0,0	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	14,9	59,0	1.318,1	0,0	2,8	0,0	0,0	0,0
Mercado internacional	2,5	897,2	409,5	52,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empleados	0,0	0,0	11,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	2.684,6	2.684,6	866,3	1.509,2	75,0	0,0
OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA								
Total	1,9	605,7	96,0	96,0	0,0	50,6	404,8	776,0
Mercado nacional	1,5	79,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores minoristas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	1,5	79,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mercado internacional	0,0	526,7	1,2	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Empleados	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	94,8	94,8	0,0	50,6	404,8	776,0

1 Datos disponibles: noviembre de 2012.

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.3

	2009	2010	2011	2011	2012	II	III	IV ²
				IV	I			
Mercado continuo (MC). Total ³	133	129	130	130	128	128	127	127
Sin Nuevo mercado	133	129	130	130	128	128	127	127
Nuevo mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	5	6	7	7	7	7	7	7
Segundo mercado	7	6	7	7	7	7	7	8
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	5	4	5	5	5	5	5	6
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros ex SICAV	29	28	27	27	24	24	24	23
Madrid	13	13	13	13	11	11	11	11
Barcelona	19	18	17	17	14	14	14	13
Bilbao	8	8	8	8	7	7	7	7
Valencia	6	6	6	6	4	4	4	4
Corros SICAV	1	1	0	0	0	0	0	0
MAB	3.251	3.144	3.083	3.083	3.064	3.059	3.034	3.025
Latibex	32	29	29	29	27	27	27	27

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: noviembre de 2012.

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

Capitalización¹

CUADRO 1.4

Millones de euros	2009	2010	2011	2011	2012	II	III	IV ²
				IV	I			
Mercado continuo (MC). Total ³	531.194,2	565.585,2	498.148,1	498.148,1	487.334,8	443.405,2	490.027,9	507.887,4
Sin Nuevo mercado	531.194,2	565.585,2	498.148,1	498.148,1	487.334,8	443.405,2	490.027,9	507.887,4
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras ⁴	61.317,5	100.249,8	82.471,4	82.471,4	90.381,7	85.013,5	89.988,0	94.072,9
Ibex 35	322.806,6	348.998,9	320.672,5	320.672,5	306.878,6	272.514,9	302.019,9	315.347,6
Segundo mercado	109,9	74,6	59,7	59,7	56,8	57,8	46,3	43,0
Madrid	22,8	24,7	25,5	25,5	22,6	23,6	23,6	20,3
Barcelona	87,1	49,9	34,2	34,2	34,2	34,2	22,7	22,7
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	4.128,2	3.704,9	3.704,9	3.482,1	3.364,7	3.257,6	3.270,4
Madrid	1.454,7	878,8	833,3	833,3	729,9	682,9	673,4	677,6
Barcelona	3.580,2	3.432,2	3.242,3	3.242,3	3.120,6	3.053,6	2.953,6	2.968,8
Bilbao	45,9	362,1	328,8	328,8	323,7	78,9	78,9	77,8
Valencia	760,4	458,7	240,2	240,2	423,5	379,6	369,4	368,1
Corros SICAV ⁵	126,8	32,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB ⁵	24.718,6	26.340,8	23.646,0	23.646,0	24.524,4	23.315,7	24.188,7	24.244,6
Latibex	210.773,5	435.337,8	402.008,5	402.008,5	414.431,2	358.599,2	369.568,3	334.112,9

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: noviembre de 2012.

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

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

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

Contratación efectiva

CUADRO 1.5

Millones de euros	2009	2010	2011	2011	2012	II	III	IV ¹
				IV	I			
Mercado continuo (MC). Total ²	877.073,5	1.026.478,5	917.383,3	203.895,2	175.186,1	196.896,4	151.267,7	111.718,3
Sin Nuevo mercado	877.073,5	1.026.478,5	917.383,3	203.895,2	175.186,1	196.896,4	151.267,7	111.718,3
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras	4.750,4	6.415,3	5.206,3	1.515,3	1.505,8	963,9	851,6	569,9
Segundo mercado	3,2	3,0	2,3	0,9	0,1	0,2	0,2	0,0
Madrid	2,0	2,8	1,7	0,8	0,1	0,2	0,2	0,0
Barcelona	1,2	0,3	0,5	0,0	0,0	0,0	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	52,8	157,2	42,8	7,4	16,5	7,3	8,3	5,9
Madrid	16,5	15,7	16,1	2,1	1,6	0,4	0,8	0,1
Barcelona	29,4	135,7	26,4	5,2	14,4	6,9	7,4	5,8
Bilbao	1,1	3,9	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	5,9	1,9	0,3	0,1	0,6	0,1	0,0	0,0
Corros SICAV	19,7	8,1	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB	5.080,1	4.147,9	4.379,9	1.278,1	1.218,1	1.104,5	947,0	573,5
Latibex	434,7	521,2	357,7	72,9	73,3	61,7	89,5	61,9

1 Datos disponibles: noviembre de 2012.

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

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.6

Millones de euros	2009	2010	2011	2011	2012	II	III	IV ²
				IV	I			
En sesión	833.854,9	983.584,5	873.485,4	195.729,5	168.765,0	187.871,7	143.171,9	106.436,8
Órdenes	499.182,8	541.879,8	505.870,1	98.213,1	103.947,2	81.004,3	61.468,6	32.992,7
Aplicaciones	51.335,8	58.678,1	69.410,4	15.534,7	12.028,9	30.160,1	21.441,3	12.433,3
Bloques	283.336,3	383.026,6	298.204,9	81.981,7	52.788,9	76.707,3	60.262,0	61.010,9
Fuera de hora	5.996,6	17.209,5	9.801,8	1.751,5	816,2	2.006,8	3.506,5	2.525,8
Autorizadas	4.695,6	2.660,5	3.492,6	760,5	1.026,7	2.301,0	2.202,6	2.065,9
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	7.188,9	312,0	4.216,8	0,0	0,0	9,6	0,0	0,0
OPV	1.325,0	1.448,2	3.922,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Toma de razón	5.202,6	2.273,4	2.212,7	10,7	0,0	539,7	2,4	0,1
Ejercicio de opciones	11.443,2	11.474,7	11.730,3	3.965,4	2.301,1	2.991,2	1.472,1	274,7
Operaciones de cobertura	7.366,7	7.515,8	8.521,5	1.677,7	2.277,0	1.176,4	912,3	415,1

1 No incluye ETF (Exchange Traded Funds).

2 Datos disponibles: noviembre de 2012.

Operaciones de crédito

CUADRO 1.7

Millones de euros	2009	2010	2011	2011	2012	II	III	IV ¹
				IV	I			
CONTRATACIÓN								
Préstamo de valores ²	471.007,1	556.246,7	493.602,4	120.570,9	98.303,7	115.376,8	79.731,5	68.554,9
Crédito de valores para su venta ³	704,3	598,0	518,3	83,1	76,1	100,3	16,8	5,2
Crédito para compra de valores ³	106,4	65,9	73,0	24,7	16,0	7,0	11,1	7,3
SALDO VIVO								
Préstamo de valores ²	47.322,2	36.195,9	35.626,7	35.626,7	29.608,2	33.174,2	39.075,3	37.267,6
Crédito de valores para su venta ³	21,1	9,9	7,0	7,0	6,7	13,2	1,6	1,6
Crédito para compra de valores ³	5,6	5,0	3,9	3,9	3,9	2,2	2,5	2,2

1 Datos disponibles: noviembre de 2012.

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

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

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas¹ en la CNMV

CUADRO 1.8

	2009	2010	2011	2011 IV	2012 I	II	III	IV ²
NÚMERO DE EMISORES								
Total	168	115	101	44	37	29	19	22
Cédulas hipotecarias	27	25	30	16	12	11	15	6
Cédulas territoriales	1	6	7	5	6	7	2	0
Bonos y obligaciones no convertibles	50	39	23	9	15	12	6	6
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3	2	5	2	1	2	0	0
Bonos de titulización	68	36	34	14	5	2	1	7
Programas de pagarés	69	58	49	16	17	12	5	6
De titulización	2	2	2	1	0	0	0	0
Resto de pagarés	67	56	47	15	17	12	5	6
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	23	0	1	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	512	349	356	128	117	100	48	40
Cédulas hipotecarias	75	88	115	44	27	22	27	12
Cédulas territoriales	1	9	42	16	8	8	2	0
Bonos y obligaciones no convertibles	244	154	87	27	48	50	13	11
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	6	3	9	2	1	4	0	0
Bonos de titulización	76	36	48	20	15	2	1	11
Programas de pagarés	73	59	53	19	18	14	5	6
De titulización	2	2	2	1	0	0	0	0
Resto de pagarés	71	57	51	18	18	14	5	6
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	37	0	2	0	0	0	0	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	387.475,8	226.448,9	288.992,0	113.496,1	120.739,7	91.425,1	60.679,5	33.082,8
Cédulas hipotecarias	35.573,9	34.378,5	67.226,5	23.742,5	26.000,0	33.350,0	29.800,0	8.170,0
Cédulas territoriales	500,0	5.900,0	22.334,2	10.162,0	3.200,0	4.100,0	1.674,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	62.249,0	24.356,0	20.191,7	13.312,4	31.304,9	15.230,7	91,1	3.066,4
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3.200,0	968,0	7.125,9	4.944,3	1.128,2	1.592,3	0,0	0,0
Bonos de titulización	81.651,2	63.260,5	68.412,8	20.210,1	9.195,3	1.535,3	1.884,0	8.266,5
Tramo nacional	77.289,4	62.743,0	62.796,1	18.844,3	7.810,3	1.535,3	1.884,0	7.388,5
Tramo internacional	4.361,9	517,5	5.616,7	1.365,8	1.385,0	0,0	0,0	878,0
Pagarés de empresa ³	191.341,7	97.586,0	103.501,0	41.124,9	49.911,2	35.616,9	27.230,5	13.579,8
De titulización	4.758,4	5.057,0	2.366,0	648,0	616,0	630,0	275,0	0,0
Resto de pagarés	186.583,3	92.529,0	101.135,0	40.476,9	49.295,2	34.986,9	26.955,5	13.579,8
Otras emisiones de renta fija	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	12.960,0	0,0	200,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	20.988,5	9.154,2	29.277,3	16.207,6	2.772,2	1.788,3	580,9	1.579,5
Emisiones aseguradas	4.793,8	299,0	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

2 Datos disponibles: noviembre 2012.

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

Admisión al mercado AIAF

CUADRO 1.9

	2009	2010	2011	2011 IV	2012 I	II	III	IV ¹
Importes nominales en millones de euros								
Total	388.455,0	223.404,5	278.594,2	103.013,8	127.394,8	85.145,2	69.879,2	27.657,9
Pagarés	191.427,7	99.784,4	102.042,0	40.023,5	51.871,2	32.233,4	31.278,3	13.397,6
Bonos y obligaciones	61.862,5	24.728,6	12.313,7	5.934,3	36.439,3	15.868,4	692,9	3.028,9
Cédulas hipotecarias	35.568,9	32.861,0	68.346,5	23.242,5	27.500,0	28.800,0	34.350,0	8.370,0
Cédulas territoriales	500,0	5.900,0	20.334,2	11.556,0	2.500,0	4.800,0	1.674,0	0,0
Bonos de titulización	85.542,9	60.030,5	75.357,8	22.257,5	9.084,3	3.443,3	1.884,0	2.861,5
Participaciones preferentes	13.552,9	100,0	200,0	0,0	0,0	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 2012.

	2009	2010	2011	2011 IV	2012 I	II	III	IV ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	614	634	613	608	613	611	596	574
Pagarés	67	60	45	50	45	51	49	48
Bonos y obligaciones	91	93	91	93	91	95	96	94
Cédulas hipotecarias	29	33	43	39	43	47	46	48
Cédulas territoriales	11	12	13	12	13	16	18	18
Bonos de titulización	442	459	437	433	437	427	415	394
Participaciones preferentes	60	59	60	60	60	60	60	60
Bonos matador	12	12	12	12	12	12	12	12
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	4.084	3.630	4.382	3.536	4.382	5.116	5.285	5.269
Pagarés	1.507	958	1.778	944	1.778	2.547	2.757	2.799
Bonos y obligaciones	611	645	624	630	624	628	600	587
Cédulas hipotecarias	202	253	296	283	296	301	316	337
Cédulas territoriales	25	26	49	40	49	52	58	58
Bonos de titulización	1.629	1.641	1.527	1.531	1.527	1.480	1.446	1.380
Participaciones preferentes	96	93	94	94	94	94	94	94
Bonos matador	14	14	14	14	14	14	14	14
SALDO VIVO² (millones de euros)								
Total	870.981,1	850.181,7	882.395,1	844.342,4	882.395,1	906.229,5	899.458,8	902.282,7
Pagarés	41.647,0	23.233,6	37.549,1	18.813,5	37.549,1	62.370,8	66.983,5	78.335,4
Bonos y obligaciones	150.886,3	146.077,7	131.756,8	131.918,0	131.756,8	144.455,8	132.981,0	127.400,8
Cédulas hipotecarias	185.343,8	195.734,8	241.149,7	223.913,8	241.149,7	257.034,8	283.064,8	313.836,1
Cédulas territoriales	16.030,0	18.350,0	31.884,2	24.028,2	31.884,2	31.834,2	35.284,2	35.158,2
Bonos de titulización	442.831,5	434.835,1	407.908,0	413.520,5	407.908,0	391.012,1	364.253,6	332.682,0
Participaciones preferentes	33.183,8	30.891,8	31.088,6	31.089,6	31.088,6	18.463,1	15.833,0	13.811,5
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 2012.

2 Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.11

Importes nominales en millones de euros	2009	2010	2011	2011 IV	2012 I	II	III	IV ¹
POR TIPO DE ACTIVO								
Total	4.658.633,2	4.383.118,7	7.388.185,7	1.566.191,9	928.497,2	555.233,8	674.389,1	694.237,1
Pagarés	533.331,0	385.238,9	227.534,5	52.885,6	57.736,6	42.897,4	55.717,4	28.200,8
Bonos y obligaciones	321.743,0	922.393,1	484.705,8	57.611,6	41.431,0	40.927,5	44.398,4	26.894,8
Cédulas hipotecarias	263.150,0	271.441,8	662.177,0	271.366,9	247.459,2	168.803,9	302.081,0	174.196,9
Cédulas territoriales	7.209,0	14.458,2	544.780,9	400.645,2	179.057,4	180.778,2	108.473,6	108.196,0
Bonos de titulización	3.527.486,4	2.784.775,4	5.462.806,2	783.200,2	394.669,6	114.957,9	156.980,5	354.110,1
Participaciones preferentes	5.668,5	4.635,7	6.065,0	463,6	8.132,1	6.593,8	6.616,4	2.610,7
Bonos matador	45,2	175,7	116,3	18,9	11,2	275,1	121,8	27,8
POR TIPO DE OPERACIÓN								
Total	4.658.633,2	4.383.118,7	7.388.185,7	1.566.191,9	928.497,2	555.233,8	674.389,1	694.237,1
Simple	378.348,4	288.927,3	343.099,6	103.693,8	151.533,7	121.364,6	78.110,9	42.364,3
Repo	362.068,7	304.493,2	198.514,7	43.282,7	41.562,1	29.885,1	18.513,0	12.731,5
Simultánea	3.918.216,1	3.789.698,3	6.846.571,5	1.419.215,4	735.401,4	403.984,2	577.765,2	639.141,2

1 Datos disponibles: noviembre de 2012.

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros	2009	2010	2011	2011 IV	2012 I	II	III	IV ¹
Total	681.946,6	553.896,6	487.543,3	130.860,7	157.876,8	129.837,4	84.419,9	48.730,4
Sociedades no financieras	256.224,6	162.949,5	131.765,2	28.031,9	21.411,0	17.333,2	19.618,1	11.358,8
Instituciones financieras	298.909,1	289.950,4	256.975,8	81.015,3	103.512,7	90.698,5	46.946,5	23.570,6
Entidades de crédito	125.547,5	102.372,1	139.538,2	51.571,4	69.411,4	68.400,6	38.309,4	16.014,4
IIC, seguros y fondos de pensiones	115.865,3	125.899,4	103.899,9	27.756,3	32.613,5	21.122,2	7.132,0	6.385,1
Otras entidades financieras	57.496,3	61.678,9	13.537,7	1.687,6	1.487,8	1.175,8	1.505,2	1.171,1
Administraciones públicas	5.808,5	3.117,7	2.602,7	577,9	3.372,9	747,2	1.005,9	233,1
Hogares e ISFLSH ²	14.647,8	14.244,4	10.230,3	3.699,4	2.793,4	2.373,7	3.137,1	2.279,8
Resto del mundo	106.356,6	83.634,6	85.969,3	17.536,3	26.786,8	18.684,8	13.712,3	11.288,1

1 Datos disponibles: noviembre de 2012.

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

	2009	2010	2011	2011	2012	II	III	IV ²
				IV	I			
IMPORTES NOMINALES (millones de euros)								
Total	5.866,8	868,0	2.681,6	0,0	4.875,9	1.765,9	880,2	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	0,0	400,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	4.510,8	468,0	2.681,6	0,0	4.875,9	1.765,9	880,2	0,0
Bonos de titulización	1.356,0	0,0	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
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	10	8	6	0	2	2	3	0
Bonos y obligaciones no convertibles	0	7	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	4	1	6	0	2	2	3	0
Bonos de titulización	6	0	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 2012.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.14

	2009	2010	2011	2011	2012			
				IV	I	II	III	IV ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	62	60	59	59	57	56	55	54
Emisores privados	48	46	46	46	44	43	42	41
Sociedades no financieras	6	5	4	4	4	4	4	4
Instituciones financieras privadas	42	41	42	42	40	39	38	37
Administraciones públicas ²	14	14	13	13	13	13	13	13
Comunidades autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	269	247	240	231	224	224	222	240
Emisores privados	155	145	133	126	124	125	123	133
Sociedades no financieras	10	7	6	6	5	5	4	6
Instituciones financieras privadas	145	138	127	120	119	120	119	127
Administraciones públicas ²	114	102	107	105	100	99	99	107
Comunidades autónomas	76	64	74	73	69	68	68	74
SALDO VIVO ³ (millones de euros)								
Total	36.299,5	41.091,3	43.817,5	43.817,5	47.939,8	45.444,9	43.726,1	41.230,2
Emisores privados	21.600,9	19.261,5	17.759,6	17.759,6	21.694,6	19.645,5	16.429,5	13.684,1
Sociedades no financieras	1.783,7	376,6	375,4	375,4	375,4	195,1	195,1	195,0
Instituciones financieras privadas	19.817,2	18.884,8	17.384,2	17.384,2	21.319,2	19.450,4	16.234,4	13.489,1
Administraciones públicas ²	14.698,6	21.829,9	26.057,8	26.057,8	26.245,2	25.799,4	27.296,6	27.546,1
Comunidades autónomas	12.338,3	19.442,4	24.014,4	24.014,4	24.276,9	23.932,2	25.429,9	25.679,4

1 Datos disponibles: noviembre de 2012.

2 No incluye deuda anotada.

3 Importes nominales.

Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.15

Importes nominales en millones de euros	2009	2010	2011	2011	2012	II	III	IV ¹
				IV	I			
Mercado electrónico	633,0	504,5	385,4	109,5	131,6	784,5	137,5	48,6
Corros	4.008,4	7.525,6	4.942,5	1.537,2	2.101,8	392,6	904,7	341,3
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	3.821,1	7.146,7	4.885,4	1.529,1	1.813,8	389,9	863,1	337,9
Bilbao	4,6	2,3	0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Valencia	182,7	376,6	56,6	8,0	287,8	2,7	41,6	3,4
Deuda anotada	49,1	331,1	883,4	219,4	396,6	321,4	464,4	4,8
Deuda comunidades autónomas	70.065,8	62.029,0	63.443,7	20.157,2	13.144,2	14.588,0	13.761,1	9.665,3

1 Datos disponibles: noviembre de 2012.

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

CUADRO 1.16

Importes nominales en millones de euros	2009	2010	2011	2011	2012	II	III	IV ¹
				IV	I			
Total	202.120,5	265.966,0	84.090,9	11.139,9	18.979,0	9.235,0	4.979,0	5.474,0
Simples	114.314,0	110.011,0	81.905,0	11.091,0	18.979,0	9.235,0	4.979,0	5.474,0
Simultáneas	86.806,5	155.433,0	2.185,9	48,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras operaciones	1.000,0	522,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: noviembre de 2012.

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.17

Número de contratos	2009	2010	2011	2011	2012	II	III	IV ¹
				IV	I			
Sobre deuda	18	14	18	4	2	10.796	18.659	14.441
Futuro sobre bono nocional ²	18	14	18	4	2	10.796	18.659	14.441
Sobre Ibex 35 ^{3,4}	6.187.544	6.946.167	5.822.418	1.067.066	1.120.323	1.884.591	1.370.029	712.652
Futuro sobre Ibex 35 plus	5.436.989	6.280.999	5.291.956	951.801	1.022.021	1.683.154	1.183.751	600.278
Futuro mini sobre Ibex 35	314.829	357.926	307.411	54.025	49.547	95.423	62.721	26.535
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	–	–	3.154	100	555	216	210	15
Opción call mini	230.349	122.158	86.096	23.167	18.669	55.375	64.746	48.354
Opción put mini	205.377	185.083	133.801	37.973	29.532	50.423	58.601	37.470
Sobre acciones ⁵	80.114.693	57.291.482	55.082.944	14.999.005	16.534.500	14.627.113	12.394.790	6.108.029
Futuros	44.586.779	19.684.108	24.758.956	5.905.419	7.087.730	6.357.895	3.397.488	2.454.193
Futuros sobre dividendos de acciones	–	–	0	0	1.500	0	0	21.000
Opción call	18.864.840	17.186.515	12.050.946	3.305.166	4.333.910	2.977.728	4.272.914	1.824.498
Opción put	16.663.074	20.420.859	18.273.042	5.788.420	5.111.360	5.291.490	4.724.388	1.808.338
Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex								
Sobre deuda ⁶	558.848	373.113	267.713	45.895	39.172	51.603	28.209	29.655
Sobre índices ⁷	835.159	604.029	451.016	110.587	78.776	71.498	61.078	39.393

1 Datos disponibles: noviembre de 2012.

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

	2009	2010	2011	2011	2012			
				IV	I	II	III	IV ¹
WARRANTS ²								
Importe de las primas (millones de euros)	5.165,1	4.915,3	5.544,6	1.986,8	922,4	1.202,9	751,3	871,7
Sobre acciones	2.607,1	2.537,4	3.211,7	1.278,1	509,7	685,2	468,2	533,6
Sobre índices	2.000,1	1.852,6	1.786,8	600,1	310,3	435,7	229,7	260,9
Otros ³	558,0	525,4	546,0	108,6	102,4	82,0	53,3	77,2
Número de emisiones	7.342	8.375	9.237	3.144	1.733	1.798	1.319	1.932
Número de emisores	9	9	9	7	6	4	5	6
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	35,0	64,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre acciones	25,0	47,0	0,0	0,0	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 ³	10,0	17,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	3	7	0	0	0	0	0	0
Número de emisores	1	1	0	0	0	0	0	0

1 Datos disponibles: noviembre de 2012.

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.

				2011	2012			
	2009	2010	2011	IV	I	II	III	IV ¹
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	1.768,4	1.603,2	1.550,2	344,9	243,4	178,6	195,2	100,9
Sobre acciones nacionales	809,9	759,8	654,2	136,8	103,7	78,0	94,9	50,1
Sobre acciones extranjeras	97,6	60,7	97,8	35,8	34,3	15,5	17,4	12,6
Sobre índices	761,2	689,5	518,2	136,0	75,7	73,4	75,1	32,4
Otros ²	99,7	93,2	280,0	36,4	29,8	11,7	7,9	5,8
Número de emisiones ³	8.038	7.750	13.165	3.441	3.176	3.069	2.919	2.347
Número de emisores ³	10	10	9	9	9	9	9	7
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	39,2	22,0	92,1	22,5	6,5	6,6	2,7	1,0
Número de emisiones ³	22	16	32	4	4	4	3	2
Número de emisores ³	4	2	2	2	2	2	2	1
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	3.470,6	6.229,7	3.495,4	815,5	1.027,0	454,0	639,1	896,4
Número de fondos	32	65	75	75	75	75	73	73
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	1.648,4	827,8	327,2	327,2	297,4	262,5	277,3	n.d.

1 Datos disponibles: noviembre de 2012.

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

3 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

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

n.d.: Dato no disponible.

1.3.3 Derivados no financieros

Negociación en MFAO¹

CUADRO 1.20

Número de contratos	2009	2010	2011	2011	2012	II	III	IV ²
				IV	I			
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante ³	135.705	165.840	63.173	13.951	9.701	10.050	10.577	27.200

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: noviembre de 2012.

3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2009	2010	2011	2011 IV	2012 I	II	III	IV ¹
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	50	50	49	49	48	48	47	46
Sucursales	78	80	78	78	23	25	17	14
Representantes	6.102	6.560	6.589	6.589	6.516	6.531	6.305	6.290
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	50	45	45	45	45	45	43	42
Sucursales	9	13	14	14	12	12	12	11
Representantes	638	689	655	655	620	633	622	604
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	9	6	6	6	6	6	6	6
Sucursales	5	5	5	5	5	5	5	5
Representantes	5	2	2	2	2	2	2	2
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO²								
Entidades nacionales	16	58	82	82	91	97	101	102
ENTIDADES DE CRÉDITO³								
Entidades nacionales	193	186	187	187	190	188	181	182

1 Datos disponibles: noviembre de 2012.

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

	2009	2010	2011	2011 IV	2012 I	II	III	IV ¹
Total	2.346	2.671	2.814	2.814	2.861	2.907	2.950	2.924
ESI ² en el Espacio Económico Europeo	1.922	2.238	2.377	2.377	2.418	2.459	2.501	2.478
Con sucursal	36	40	36	36	36	35	39	39
En libre prestación de servicios	1.886	2.198	2.341	2.341	2.382	2.424	2.462	2.439
Entidades de crédito ³	424	433	437	437	443	448	449	446
Comunitarias	414	423	429	429	434	438	439	436
Con sucursal	53	55	55	55	55	56	55	53
En libre prestación de servicios	360	368	374	374	379	382	384	383
Filiales en libre prestación de servicios	1	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	10	10	8	8	9	10	10	10
Con sucursal	8	8	7	7	7	8	8	8
En libre prestación de servicios	2	2	1	1	2	2	2	2

1 Datos disponibles: noviembre de 2012.

2 Empresas de servicios de inversión.

3 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros	III 2011				III 2012			
	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total
RENTA FIJA								
Total	906.022	2.621.084	166.579	3.693.685	901.723	1.783.964	120.120	2.805.807
Sociedades de valores	117.531	802.068	133.053	1.052.652	79.742	535.898	86.594	702.234
Agencias de valores	788.491	1.819.016	33.526	2.641.033	821.981	1.248.066	33.526	2.103.573
RENTA VARIABLE								
Total	219.129	789	15.115	235.033	142.117	2.588	13.331	158.036
Sociedades de valores	214.663	673	13.892	229.228	139.670	314	12.108	152.092
Agencias de valores	4.466	116	1.223	5.805	2.447	2.274	1.223	5.944

1 Datos acumulados del periodo. Periodicidad trimestral.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros	III 2011				III 2012			
	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total
Total	750.602	116.613	1.759.085	2.626.300	446.030	86.365	1.176.511	1.708.906
Sociedades de valores	748.952	79.523	1.462.528	2.291.003	444.898	38.572	879.954	1.363.424
Agencias de valores	1.650	37.090	296.557	335.297	1.132	47.793	296.557	345.482

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 gestionado¹

CUADRO 2.5

	III 2011			III 2012		
	IIC ²	Otras ³	Total	IIC ²	Otras ³	Total
NÚMERO DE CARTERAS						
Total	147	13.713	13.860	107	11.047	11.154
Sociedades de valores	87	6.721	6.808	65	4.173	4.238
Agencias de valores	55	3.608	3.663	37	3.689	3.726
Sociedades gestoras de cartera	5	3.384	3.389	5	3.185	3.190
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)						
Total	1.849.393	7.583.834	9.433.227	1.360.151	7.643.838	9.003.989
Sociedades de valores	889.535	3.138.587	4.028.122	923.310	2.642.405	3.565.715
Agencias de valores	862.570	1.471.799	2.334.369	327.528	1.616.868	1.944.396
Sociedades gestoras de cartera	97.288	2.973.448	3.070.736	109.313	3.384.565	3.493.878

1 Datos a final de periodo. Periodicidad trimestral.

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

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

Asesoramiento financiero. Número de contratos y patrimonio asesorado¹

CUADRO 2.6

	III 2011			III 2012		
	Clientes minoristas	Clientes profesionales	Total ²	Clientes minoristas	Clientes profesionales	Total ²
NÚMERO DE CONTRATOS						
Total	7.482	106	7.588	7.848	131	7.979
Sociedades de valores	1.561	2	1.563	1.201	11	1.212
Agencias de valores	4.680	94	4.774	5.015	112	5.127
Sociedades gestoras de cartera	1.241	10	1.251	1.632	8	1.640
PATRIMONIO ASESORADO (miles de euros)						
Total	3.232.667	4.391.507	7.624.174	3.666.662	4.425.906	8.092.568
Sociedades de valores	798.760	31.847	830.607	814.465	20.726	835.191
Agencias de valores	1.871.345	1.022.331	2.893.676	2.175.617	1.097.741	3.273.358
Sociedades gestoras de cartera	562.562	3.337.329	3.899.891	676.580	3.307.439	3.984.019

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 ¹	2009	2010	2011	2011	2012	II	III	IV ²
				IV	I			
I. Margen de intereses	163.272	102.054	91.542	91.542	7.206	32.651	43.328	46.680
II. Comisiones netas	562.081	533.858	490.517	490.517	119.253	234.842	324.639	349.979
Comisiones percibidas	782.214	798.152	776.641	776.641	181.675	331.330	460.661	502.133
Tramitación y ejecución de órdenes	548.362	555.207	529.711	529.711	121.864	200.721	276.779	300.937
Colocación y aseguramiento de emisiones	26.326	8.499	7.446	7.446	2.686	4.089	4.689	5.625
Depósito y anotación de valores	16.183	22.367	21.060	21.060	4.738	10.091	15.090	16.503
Gestión de carteras	11.768	13.880	16.186	16.186	3.658	6.881	10.005	11.175
Diseño y asesoramiento	60.477	53.722	60.712	60.712	13.546	26.539	19.856	8.441
Búsqueda y colocación de paquetes	10	36	485	485	0	25	31	41
Operaciones de crédito al mercado	14	9	8	8	4	6	6	6
Comercialización de IIC	63.341	65.487	59.588	59.588	12.237	23.113	33.927	37.657
Otras	55.733	78.944	81.446	81.446	22.943	59.864	100.278	121.751
Comisiones satisfechas	220.133	264.294	286.124	286.124	62.422	96.488	136.022	152.154
III. Resultado de inversiones financieras	45.266	48.588	271.956	271.956	109	92.439	39.959	93.409
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	21.820	26.081	-194.355	-194.355	36.111	-56.355	24.051	-16.882
V. Margen bruto	792.439	710.580	659.659	659.659	162.679	303.577	431.977	473.186
VI. Resultado de explotación	339.705	276.253	207.379	207.379	44.102	92.286	129.448	138.381
VII. Resultado de actividades continuadas	250.985	196.834	148.553	148.553	40.971	78.460	107.043	110.140
VIII. Resultado neto del ejercicio	250.985	196.834	148.553	148.553	40.971	78.460	107.043	110.140

1 Importes acumulado

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 2012.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros ¹	Margen de intereses		Inversiones financieras		Diferencias de cambio y otras partidas		Total	
	III 2011	III 2012	III 2011	III 2012	III 2011	III 2012	III 2011	III 2012
Total	77.901	43.328	150.060	39.959	-117.682	22.756	110.279	106.043
Activos monetarios y deuda pública	1.562	1.889	9.527	13.976	-	-	11.089	15.865
Otros valores de renta fija	15.121	13.660	40.733	38.796	-	-	55.854	52.456
Cartera interior	13.343	12.244	34.411	29.168	-	-	47.754	41.412
Cartera exterior	1.779	1.416	6.322	9.628	-	-	8.101	11.044
Renta variable	50.077	31.005	-371.509	198.145	-	-	-321.432	229.150
Cartera interior	33.866	17.033	-21.536	-13.461	-	-	12.330	3.572
Cartera exterior	16.211	13.972	-349.973	211.605	-	-	-333.762	225.577
Derivados	-	-	476.224	-209.674	-	-	476.224	-209.674
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	644	-3.680	-	-	-	-	644	-3.680
Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	-	-	-	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	12.275	4.927	-	-	-	-	12.275	4.927
Diferencias de cambio netas	-	-	-	-	-117.603	17.439	-117.603	17.439
Otros productos y cargas de explotación	-	-	-	-	2.047	6.612	2.047	6.612
Otras operaciones	-1.779	-4.473	-4.915	-1.284	-2.125	-1.295	-8.819	-7.052

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 ¹	2009	2010	2011	2011	2012	II	III	IV ²
				IV	I			
I. Margen de intereses	2.654	1.629	2.480	2.481	348	946	1.401	1.519
II. Comisiones netas	127.457	109.165	97.884	97.886	24.588	46.663	67.075	75.389
Comisiones percibidas	144.351	126.055	112.349	112.351	28.113	53.623	77.220	86.878
Tramitación y ejecución de órdenes	53.855	38.176	36.354	36.354	9.586	17.993	28.968	32.580
Colocación y aseguramiento de emisiones	2.950	2.748	2.870	2.870	751	1.620	1.871	1.999
Depósito y anotación de valores	509	366	440	441	103	311	458	540
Gestión de carteras	19.584	19.489	12.351	12.352	2.904	5.487	8.356	9.217
Diseño y asesoramiento	2.985	3.618	5.349	5.349	1.249	2.455	3.822	4.200
Búsqueda y colocación de paquetes	0	304	61	61	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	28	27	42	42	7	14	23	25
Comercialización de IIC	23.969	23.946	21.381	21.381	4.915	9.880	15.124	16.878
Otras	40.472	37.381	33.501	33.500	8.598	15.864	18.599	21.440
Comisiones satisfechas	16.894	16.890	14.465	14.465	3.525	6.960	10.145	11.489
III. Resultado de inversiones financieras	1.865	456	623	622	122	787	1.093	1.178
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-1.337	-1.416	-1.539	-1.539	-341	-953	-1.340	-1.488
V. Margen bruto	130.639	109.834	99.448	99.450	24.717	47.443	68.229	76.598
VI. Resultado de explotación	8.706	9.457	7.757	7.758	2.194	2.589	3.398	4.786
VII. Resultado de actividades continuadas	4.372	6.452	5.488	5.489	1.989	2.357	2.960	4.080
VIII. Resultado neto del ejercicio	4.372	6.452	5.488	5.489	1.989	2.357	2.960	4.080

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 2012.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera

CUADRO 2.10

Miles de euros ¹	2009	2010	2011	2011	2012	II	III	IV ²
				IV	I			
I. Margen de intereses	341	407	682	682	215	390	559	617
II. Comisiones netas	10.734	10.097	7.987	7.988	1.873	3.832	5.921	6.589
Comisiones percibidas	21.750	20.994	18.476	18.477	4.428	8.864	13.408	14.948
Gestión de carteras	18.463	18.020	16.582	16.582	4.078	8.115	12.168	13.576
Diseño y asesoramiento	2.698	1.160	1.894	1.894	350	749	1.240	1.372
Comercialización de IIC	18	34	0	0	0	0	0	0
Otras	571	1.779	0	0	0	0	0	0
Comisiones satisfechas	11.016	10.897	10.489	10.489	2.555	5.032	7.487	8.359
III. Resultado de inversiones financieras	92	51	186	186	-19	-51	-41	-36
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-383	22	-10	-11	-3	48	9	5
V. Margen bruto	10.784	10.577	8.845	8.845	2.066	4.219	6.448	7.175
VI. Resultado de explotación	1.296	1.154	1.525	1.526	263	639	1.071	1.204
VII. Resultado de actividades continuadas	889	939	1.041	1.042	195	439	728	805
VIII. Resultado neto del ejercicio	889	939	1.041	1.042	195	439	728	805

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 2012.

Margen de cobertura de los recursos propios sobre el coeficiente de solvencia¹

CUADRO 2.11

Miles de euros	Exceso		Número de entidades según porcentaje del exceso									
	Importe total	% ²	< 50	<100	<150	<200	<300	<400	<500	<750	<1000	>1000
Total	1.089.342	278,23	12	22	8	7	9	15	8	6	2	7
Sociedades de valores	1.012.776	296,89	3	5	4	3	6	11	5	3	1	6
Agencias de valores	61.188	186,83	8	15	4	4	2	3	3	3	0	1
Sociedades gestoras de cartera	15.378	87,13	1	2	0	0	1	1	0	0	1	0

1 Datos disponibles: septiembre de 2012.

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^{1,2}

CUADRO 2.12

Miles de euros	Media ³	Pérdidas	Número de entidades según su rentabilidad anualizada							
			0-5%	6-15%	16-30%	31-45%	46-60%	61-75%	76-100%	>100%
Total	11,78	36	16	17	13	9	0	1	1	3
Sociedades de valores	12,36	14	12	9	7	4	0	0	0	1
Agencias de valores	5,54	20	3	5	6	5	0	1	1	2
Sociedades gestoras de cartera	4,30	2	1	3	0	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 2012.

3 Media ponderada por fondos propios, en %.

Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes

CUADRO 2.13

				2010	2011		2012
Miles de euros	2009	2010	2011	II	I	II	I
PATRIMONIOS ASESORADOS ¹							
Total	1.410.985	15.802.743	16.033.109	15.802.743	16.498.814	16.033.109	14.663.856
Clientes minoristas	364.284	1.715.084	2.181.943	1.715.084	1.895.320	2.181.943	2.415.002
Clientes profesionales	1.046.702	13.995.206	13.831.973	13.995.206	14.501.823	13.831.973	12.205.216
Otros	0	92.453	19.193	92.453	101.671	19.193	43.638
INGRESOS POR COMISIONES ²							
Total	3.183	20.745	31.052	20.745	14.116	31.052	13.940
Comisiones percibidas	3.183	20.629	30.844	20.629	14.080	30.844	13.855
Otros ingresos	0	116	209	116	36	209	85
PATRIMONIO NETO							
Total	1.500	10.057	12.320	10.057	10.469	12.320	13.098
Capital social	1.043	3.014	3.895	3.014	3.386	3.895	4.328
Reservas y remanentes	36	242	950	242	2.915	950	5.904
Resultado del ejercicio ²	421	6.801	7.474	6.801	4.168	7.474	2.866

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^a

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

CUADRO 3.1

	2009	2010	2011	2011	2012	II	III	IV ¹
				IV	I			
Total IIC de carácter financiero	5.892	5.627	5.460	5.460	5.402	5.373	5.293	5.254
Fondos de inversión	2.593	2.429	2.341	2.341	2.306	2.284	2.224	2.203
Sociedades de inversión	3.232	3.133	3.056	3.056	3.033	3.025	3.007	2.988
IIC de IIC de inversión libre	38	32	27	27	27	28	26	25
IIC de inversión libre	29	33	36	36	36	36	36	38
Total IIC inmobiliarias	16	16	14	14	14	14	14	14
Fondos de inversión inmobiliaria	8	8	6	6	6	6	6	6
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	8	8	8	8	8	8	8
Total IIC extranjeras comercializadas en España	582	660	739	739	765	743	749	759
Fondos extranjeros comercializados en España	324	379	426	426	443	421	418	427
Sociedades extranjeras comercializadas en España	258	281	313	313	322	322	331	332
SGIIC	120	123	114	114	112	110	110	107
Depositarias IIC	124	114	97	97	92	90	87	87

1 Datos disponibles: noviembre de 2012.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2009	2010	2011	2011	2012	II	III ¹	IV ²
				IV	I			
Total IIC de carácter financiero	5.895.009	5.578.524	5.249.813	5.249.813	5.173.638	5.046.000	4.939.316	4.902.744
Fondos de inversión	5.475.403	5.160.889	4.835.193	4.835.193	4.759.241	4.634.762	4.531.945	4.495.969
Sociedades de inversión	419.606	417.635	414.620	414.620	414.397	411.238	407.371	406.775
Total IIC inmobiliarias	84.511	76.223	30.678	30.678	30.693	28.655	28.522	27.908
Fondos de inversión inmobiliaria	83.583	75.280	29.735	29.735	29.754	27.716	27.587	26.970
Sociedades de inversión inmobiliaria	928	943	943	943	939	939	935	938
Total IIC extranjeras comercializadas en España ³	685.094	865.767	761.380	761.380	768.467	788.852	818.115	–
Fondos extranjeros comercializados en España	139.102	193.233	177.832	177.832	175.621	179.987	185.718	–
Sociedades extranjeras comercializadas en España	545.992	666.534	583.548	583.548	592.846	608.865	632.397	–

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: octubre de 2012. Estos datos son de remisión trimestral 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	2009	2010	2011	2011	2012	II	III ¹	IV ²
				IV	I			
Total IIC de carácter financiero	196.472,5	170.073,1	155.982,6	155.982,6	156.460,3	148.594,6	149.122,7	148.978,90
Fondos de inversión ³	170.547,7	143.918,2	132.368,6	132.368,6	131.994,5	125.120,7	125.108,2	124.926,30
Sociedades de inversión	25.924,8	26.155,0	23.614,0	23.614,0	24.465,8	23.473,9	24.014,5	24.052,6
Total IIC inmobiliarias	6.773,7	6.437,5	4.807,1	4.807,1	4.757,7	4.691,0	4.608,6	4.559,2
Fondos de inversión inmobiliaria	6.465,1	6.115,6	4.494,6	4.494,6	4.446,9	4.386,0	4.313,9	4.274,7
Sociedades de inversión inmobiliaria	308,6	321,9	312,5	312,5	310,8	305,0	294,7	284,5
Total IIC extranjeras comercializadas en España ⁴	25.207,2	36.692,9	29.969,5	29.969,5	31.835,1	34.537,8	38.355,3	–
Fondos extranjeros comercializados en España	5.215,1	8.535,9	6.382,9	6.382,9	6.583,3	7.188,4	7.571,4	–
Sociedades extranjeras comercializadas en España	19.992,0	28.156,9	23.586,6	23.586,6	25.251,9	27.349,4	30.783,9	–

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: octubre de 2012. Estos datos son de remisión trimestral 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 2012, del orden de 3.200 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 inversión¹

CUADRO 3.4

Millones de euros	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ²
Patrimonio	170.547,7	143.918,2	132.368,6	134.033,7	132.368,6	131.994,5	125.120,7	125.108,2
Cartera de inversiones financieras	163.165,5	137.295,4	126.370,0	127.577,1	126.370,0	125.415,1	119.257,1	119.558,0
Cartera interior	100.642,6	89.630,2	90.394,3	90.914,4	90.394,3	88.309,9	83.542,9	83.429,1
Valores representativos de deuda	74.628,9	68.575,1	72.076,1	72.151,4	72.076,1	71.341,6	67.492,5	67.268,0
Instrumentos de patrimonio	4.741,0	3.829,2	3.087,0	3.179,1	3.087,0	2.896,1	2.812,9	2.942,0
Instituciones de inversión colectiva	9.041,5	7.338,6	6.038,5	6.192,3	6.038,5	3.831,3	3.566,2	3.327,6
Depósitos en EECC	11.552,2	9.460,8	8.961,2	9.208,1	8.961,2	10.049,9	9.415,4	9.650,0
Derivados	679,0	426,2	231,5	183,4	231,5	191,0	256,0	241,6
Otros	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cartera exterior	62.487,1	47.626,5	35.968,1	36.656,4	35.968,1	37.094,3	35.708,0	36.122,6
Valores representativos de deuda	48.435,3	30.337,4	22.713,6	23.293,2	22.713,6	22.699,0	21.937,0	21.553,5
Instrumentos de patrimonio	7.783,2	8.385,8	7.037,3	6.694,9	7.037,3	7.443,8	7.069,7	7.452,0
Instituciones de inversión colectiva	5.666,4	8.404,7	6.061,6	6.581,2	6.061,6	6.742,9	6.485,3	6.927,6
Depósitos en EECC	82,4	108,0	23,0	53,7	23,0	58,8	59,8	37,4
Derivados	518,7	387,1	131,6	31,4	131,6	149,1	154,7	151,5
Otros	1,1	3,6	1,1	2,0	1,1	0,7	1,5	0,6
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	35,8	38,6	7,5	6,3	7,5	10,9	6,0	6,1
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	7.267,7	6.531,4	5.837,6	6.000,3	5.837,6	6.398,4	5.630,4	5.324,0
Neto deudores/acreadores	114,5	91,4	161,1	456,3	161,1	181,0	233,3	226,2

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

2 Datos provisionales.

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

CUADRO 3.5

Millones de euros	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ¹
Patrimonio	25.924,8	26.155,0	23.614,0	23.908,9	23.614,0	24.465,8	23.473,9	24.014,5
Cartera de inversiones financieras	24.813,5	25.187,3	22.521,9	22.592,7	22.521,9	23.175,1	22.149,6	22.300,8
Cartera interior	13.514,3	12.881,4	12.385,0	12.405,1	12.385,0	12.696,4	11.613,0	11.196,6
Valores representativos de deuda	7.400,5	5.435,9	7.460,8	7.021,7	7.460,8	7.415,3	7.006,9	6.562,6
Instrumentos de patrimonio	3.376,3	2.988,6	2.508,5	2.663,5	2.508,5	2.385,9	2.275,2	2.149,5
Instituciones de inversión colectiva	1.091,1	758,7	667,4	741,8	667,4	695,3	646,1	650,9
Depósitos en EECC	1.631,5	3.675,2	1.721,7	1.963,5	1.721,7	2.164,7	1.649,6	1.794,8
Derivados	-6,6	-5,9	-5,5	-17,0	-5,5	1,9	1,4	4
Otros	21,7	29,0	32,2	31,6	32,2	33,4	33,9	34,6
Cartera exterior	11.294,2	12.298,1	10.131,3	10.181,8	10.131,3	10.472,7	10.531,5	11.099,8
Valores representativos de deuda	4.606,6	3.606,8	3.070,6	2.948,1	3.070,6	2.966,5	3.024,4	2.972,9
Instrumentos de patrimonio	3.559,3	4.166,0	3.384,3	3.432,9	3.384,3	3.493,5	3.345,4	3.433,4
Instituciones de inversión colectiva	2.987,4	4.390,5	3.516,3	3.670,2	3.516,3	3.838,7	3.997,7	4.523,7
Depósitos en EECC	26,3	12,1	10,8	13,4	10,8	13,8	12,1	11
Derivados	113,0	119,9	145,4	113,7	145,4	156,3	147,6	154,6
Otros	1,6	2,8	3,9	3,5	3,9	3,9	4,2	4,2
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	4,9	7,9	5,5	5,9	5,5	6,0	5,1	4,4
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0
Inmovilizado material	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Tesorería	976,4	832,0	854,6	951,4	854,6	1.071,1	1.030,2	1.530,9
Neto deudores/acreadores	134,8	135,5	237,4	364,6	237,4	218,8	294,0	182,7

1 Datos provisionales.

	2009	2010	2011	2011 IV	2012 I	II	III	IV ²
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	2.536	2.408	2.310	2.310	2.300	2.255	2.197	2.199
Renta fija ³	582	537	508	508	491	479	459	459
Renta fija mixta ⁴	169	160	140	140	140	132	128	127
Renta variable mixta ⁵	165	138	128	128	130	122	119	120
Renta variable euro ⁶	182	172	148	148	143	135	129	128
Renta variable internacional ⁷	242	232	220	220	222	220	214	214
Garantizado renta fija	233	276	351	351	375	385	393	400
Garantizado renta variable ⁸	561	499	420	420	404	384	369	364
Fondos globales	187	192	203	203	200	198	194	194
De gestión pasiva ⁹	69	61	59	59	64	75	75	76
Retorno absoluto ⁹	146	141	133	133	131	125	117	117
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	5.475.403	5.160.889	4.835.193	4.835.193	4.759.241	4.634.762	4.531.945	4.495.969
Renta fija ³	2.041.487	1.622.664	1.384.946	1.384.946	1.362.441	1.326.494	1.297.686	1.283.667
Renta fija mixta ⁴	290.151	270.341	206.938	206.938	204.653	195.137	193.992	192.435
Renta variable mixta ⁵	182.542	171.336	145.150	145.150	145.472	141.784	140.387	139.640
Renta variable euro ⁶	299.353	266.395	237.815	237.815	224.886	225.774	220.342	221.405
Renta variable internacional ⁷	458.097	501.138	448.539	448.539	442.753	432.816	417.276	412.219
Garantizado renta fija	570.963	790.081	1.042.658	1.042.658	1.071.544	1.070.002	1.082.897	1.080.779
Garantizado renta variable ⁸	1.188.304	1.065.426	912.298	912.298	874.249	832.332	783.203	767.390
Fondos globales	88.337	105.720	127.336	127.336	113.396	105.966	105.824	105.097
De gestión pasiva ⁹	85.403	90.343	100.416	100.416	101.901	108.166	110.683	116.863
Retorno absoluto ⁹	270.766	277.445	229.097	229.097	217.946	196.291	179.655	176.474
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	170.547,7	143.918,2	132.368,6	132.368,6	131.994,5	125.120,7	125.108,2	124.926,3
Renta fija ³	84.657,2	56.614,6	46.945,5	46.945,5	45.101,8	42.837,8	41.512,2	41.180,8
Renta fija mixta ⁴	8.695,5	7.319,0	5.253,6	5.253,6	5.686,9	5.430,9	5.512,9	5.536,6
Renta variable mixta ⁵	3.879,6	3.470,5	2.906,1	2.906,1	3.234,2	3.040,3	3.116,2	3.135,2
Renta variable euro ⁶	6.321,6	5.356,8	4.829,2	4.829,2	4.815,6	4.516,5	4.891,7	5.054,2
Renta variable internacional ⁷	5.902,4	8.037,3	6.281,2	6.281,2	6.813,2	6.373,7	6.663,2	6.574,5
Garantizado renta fija	21.033,4	26.180,2	35.058,0	35.058,0	36.677,0	35.421,7	36.489,9	36.574,9
Garantizado renta variable ⁸	25.665,8	22.046,5	18.014,5	18.014,5	17.408,5	15.943,0	15.383,0	15.197,1
Fondos globales	3.872,5	4.440,3	5.104,7	5.104,7	4.545,5	4.272,1	4.288,4	4.305,7
De gestión pasiva ⁹	3.216,6	2.104,8	1.986,2	1.986,2	2.053,9	2.190,9	2.456,2	2.684,7
Retorno absoluto ⁹	7.303,0	8.348,1	5.989,7	5.989,7	5.657,8	5.093,9	4.794,4	4.682,8

1 Fondos que han remitido estados reservados, no incluye aquellos en proceso de disolución o liquidación.

2 Datos disponibles: octubre de 2012.

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: RVI.

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

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

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

CUADRO 3.7

				2011	2012			
	2009	2010	2011	IV	I	II	III	IV ¹
PARTÍCIPIES								
Total fondos de inversión	5.475.403	5.160.889	4.835.193	4.835.193	4.759.241	4.634.762	4.531.945	4.495.969
Personas físicas	5.322.214	5.019.902	4.706.193	4.706.193	4.632.865	4.509.459	4.410.156	4.375.583
Residentes	5.252.126	4.954.891	4.645.384	4.645.384	4.572.785	4.451.167	4.353.208	4.319.096
No residentes	70.088	65.011	60.809	60.809	60.080	58.292	56.948	56.487
Personas jurídicas	153.189	140.987	129.000	129.000	126.376	125.303	121.789	120.386
Entidades de crédito	674	524	490	490	502	492	485	466
Otros agentes residentes	151.479	139.550	127.765	127.765	125.168	124.123	120.632	119.253
Entidades no residentes	1.036	913	745	745	706	688	672	667
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	170.547,7	143.918,1	132.368,6	132.368,6	131.994,5	125.120,7	125.108,2	124.926,3
Personas físicas	132.860,5	113.660,6	106.561,9	106.561,9	108.015,5	102.223,9	102.386,1	102.289,6
Residentes	130.954,4	111.900,1	105.023,5	105.023,5	106.439,1	100.763,1	100.914,7	100.827,3
No residentes	1.906,0	1.760,5	1.538,5	1.538,5	1.576,3	1.460,9	1.471,4	1.462,3
Personas jurídicas	37.687,2	30.257,5	25.806,7	25.806,7	23.979,1	22.896,8	22.722,0	22.636,7
Entidades de crédito	2.572,0	1.926,1	1.446,7	1.446,7	1.373,5	1.274,6	1.258,3	1.260,0
Otros agentes residentes	34.065,1	27.644,6	23.946,3	23.946,3	22.223,1	21.259,1	21.116,5	21.036,3
Entidades no residentes	1.050,1	686,9	413,7	413,7	382,5	363,1	347,2	340,4

¹ Datos disponibles: octubre de 2012.

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

CUADRO 3.8

Millones de euros	2009 ²	2010	2011	2011	2012			
				III	IV	I	II	III
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	109.915,2	78.805,2	58.145,0	10.993,2	11.231,9	12.932,8	11.089,10	18.221,5
Renta fija	73.718,8	41.656,1	27.206,2	5.962,8	6.875,0	7.776,1	5.877,50	14.366,3
Renta fija mixta	5.267,6	3.538,8	1.332,4	232,0	224,7	358,9	362,7	310,6
Renta variable mixta	1.135,4	1.221,7	815,7	44,6	166,0	101,5	195,1	94,7
Renta variable euro	2.183,8	1.673,0	2.085	472,1	513,6	284,5	354,1	312,1
Renta variable internacional	2.929,5	4.455,2	3.835,1	321,2	303,8	561,2	385,1	393,4
Garantizado renta fija	11.755,4	11.513,4	13.965,7	2.202,5	1.743,7	2.340,3	2.535,10	1.851,5
Garantizado renta variable	5.589,1	5.120,1	2.570,7	751,4	368,7	474,4	494,1	272,4
Fondos globales	2.754,4	3.018,1	3.261,6	572,2	316,5	468,3	295,5	168,6
De gestión pasiva	535,5	683,8	924,7	197,1	357,9	249,6	366,8	263,6
Retorno absoluto	4.045,7	5.924,8	2.147,7	237,4	362,0	318,1	223,1	188,3
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	122.617,5	104.385,6	68.983,6	13.676,7	14.519,2	14.585,3	14.184,90	21.398,1
Renta fija	81.197,6	68.806,1	37.633,9	7.192,5	8.405,7	8.503,0	7.658,80	16.247,2
Renta fija mixta	2.724,4	4.955,7	3.258,1	552,8	674,4	596,8	486,3	484,2
Renta variable mixta	1.596,5	1.311,8	1.136,2	192,7	240,8	235,5	221,1	163,0
Renta variable euro	2.457,8	2.369,9	1.933,0	418,8	465,7	436,0	286,3	314,2
Renta variable internacional	2.165,3	3.303,3	4.652,7	841,9	489,1	575,2	498,9	449,3
Garantizado renta fija	15.004,5	6.797,4	6.737,4	1.155,6	1.350,4	1.756,2	2.537,70	1.793,0
Garantizado renta variable	10.990,8	7.620,2	5.632,3	1.356,3	934,0	1.206,0	1.194,70	1.077,5
Fondos globales	2.548,6	2.694,4	2.316,3	631,4	576,9	310,4	367,6	269,7
De gestión pasiva	708,0	1.474,1	1.199,2	301,1	553,1	220,3	252,2	195,8
Retorno absoluto	3.224,0	5.053,0	4.484,7	1.033,6	829,2	745,8	681,3	404,2

¹ Datos estimados.

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

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

CUADRO 3.9

Millones de euros	2009 ¹	2010	2011	2011	2012				
				III	IV	I	II	III	
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS									
Total fondos de inversión	-12.702,3	-25.580,6	-10.853,1	-2.683,0	-3.283,0	-3.427,2	-4.399,3	-3177,2	
Renta fija	-7.478,8	-27.149,9	-10.423,6	-1.211,6	-1.539,2	-2.496,7	-2.056,4	-1885,4	
Renta fija mixta	2.543,2	-1.417,0	-1.980,4	-320,6	-521,6	302,2	-166,5	-46,1	
Renta variable mixta	-461,1	-90,0	-375,5	-112,0	-73,9	219,8	-99,7	-45,2	
Renta variable euro	-274,0	-696,9	142,0	52,9	49,7	-171,8	15,7	13,5	
Renta variable internacional	764,2	1.152,1	-796,0	-516,4	-185,1	-17,2	-173,4	-38,6	
Garantizado renta fija	-3.249,1	4.716,0	7.809,3	1.077,6	569,5	748,4	-424,4	215,7	
Garantizado renta variable	-5.401,7	-2.500,1	-4.053,9	-963,7	-785,2	-896,4	-1.031,7	-1040,2	
Fondos globales	205,8	323,6	972,2	-84,7	-187,8	-710,2	-196,7	-105,5	
De gestión pasiva	-172,5	-790,3	60,8	206,6	-146,9	25,0	234,2	140	
Retorno absoluto	821,7	871,7	-2.207,9	-810,9	-462,5	-430,2	-500,5	-385,4	
RENDIMIENTOS NETOS									
Total fondos de inversión	8.389,8	135,7	-673,3	-3.623,9	1.622,6	3.053,1	-2.474,5	3175,6	
Renta fija	1.535,3	64,5	744,9	-9,4	258,8	653,0	-207,5	560,1	
Renta fija mixta	507,9	-56,4	-85,1	-215,5	59,4	131,1	-89,6	128,2	
Renta variable mixta	529,9	-53,4	-189,0	-336,2	82,5	108,3	-94,1	121,1	
Renta variable euro	1.477,1	-254,1	-666,9	-1.129,3	170,1	158,2	-314,8	361,8	
Renta variable internacional	1.309,0	877,4	-947,2	-1.206,8	437,9	549,2	-266,2	328,2	
Garantizado renta fija	830,5	-170,4	1.070,4	422,7	247,5	870,5	-830,9	852,8	
Garantizado renta variable	1.024,0	-392,8	21,8	-164,0	99,7	290,5	-433,9	480,2	
Fondos globales	272,2	123,1	-307,8	-479,1	138,2	151,1	-76,8	121,8	
De gestión pasiva	657,8	-109,7	-163,9	-309,0	73,1	42,7	-97,2	135,6	
Retorno absoluto	246,4	107,7	-150,5	-197,3	55,4	98,4	-63,5	85,8	

1 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	2009 ¹	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	6,13	1,09	0,45	-2,45	1,47	2,56	-1,73	3,10
Renta fija	2,69	0,78	2,28	0,14	0,74	1,65	-0,30	1,87
Renta fija mixta	9,34	0,61	-0,15	-3,33	1,41	2,59	-1,33	2,96
Renta variable mixta	16,44	0,11	-4,30	-10,57	3,28	3,71	-2,67	4,99
Renta variable euro	31,02	-3,05	-10,77	-22,4	4,07	3,70	-6,40	8,46
Renta variable internacional	33,16	14,8	-11,05	-17,26	7,55	8,70	-3,51	5,96
Garantizado renta fija	4,10	-0,11	3,77	1,44	0,85	2,51	-2,30	2,69
Garantizado renta variable	5,08	-0,46	1,29	-0,54	0,87	1,97	-2,34	3,37
Fondos globales	10,82	4,15	-4,55	-8,51	2,97	3,79	-1,42	3,44
De gestión pasiva	–	-2,50	-6,27	-13,81	3,98	2,38	-4,46	6,51
Retorno absoluto	–	2,49	-0,90	-2,60	1,20	1,99	-0,90	2,42
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,87	0,91	0,93	0,23	0,24	0,24	0,23	0,27
Renta fija	0,63	0,65	0,64	0,16	0,16	0,17	0,16	0,21
Renta fija mixta	1,14	1,20	1,17	0,28	0,30	0,29	0,27	0,33
Renta variable mixta	1,58	1,65	1,59	0,39	0,40	0,39	0,38	0,46
Renta variable euro	1,75	1,78	1,80	0,46	0,45	0,44	0,44	0,46
Renta variable internacional	1,79	1,84	1,77	0,44	0,45	0,47	0,43	0,49
Garantizado renta fija	0,65	0,62	0,72	0,19	0,19	0,19	0,19	0,21
Garantizado renta variable	1,26	1,24	1,24	0,32	0,31	0,30	0,30	0,31
Fondos globales	1,08	1,06	1,11	0,27	0,28	0,33	0,23	0,35
De gestión pasiva	–	0,72	0,75	0,17	0,21	0,22	0,20	0,23
Retorno absoluto	–	1,06	1,08	0,25	0,28	0,30	0,26	0,35
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,09	0,09	0,08	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	0,10	0,12	0,03	0,03	0,02	0,02	0,03
Renta variable mixta	0,10	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable euro	0,10	0,11	0,12	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	0,08	0,07	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,11	0,10	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Fondos globales	0,08	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	–	0,07	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Retorno absoluto	–	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

¹ 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 %	2009 ¹	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III
Total fondos de inversión	5,73	0,35	-0,08	-2,37	1,35	2,41	-1,75	2,71
Renta fija	1,91	0,11	1,56	0,01	0,58	1,51	-0,47	1,35
Renta fija mixta	6,85	-0,54	-1,34	-3,47	1,20	2,30	-1,55	2,39
Renta variable mixta	16,47	-0,98	-5,64	-10,13	3,02	3,25	-2,90	4,11
Renta variable euro	32,41	-2,94	-11,71	-19,67	4,05	3,34	-6,34	8,16
Renta variable internacional	37,28	14,22	-10,83	-15,70	7,53	8,91	-3,63	5,27
Garantizado renta fija	3,81	-0,67	3,28	1,28	0,71	2,48	-2,32	2,42
Garantizado renta variable	3,56	-1,79	0,14	-0,76	0,68	1,63	-2,43	3,9
Fondos globales	10,90	3,22	-4,64	-8,10	2,90	3,56	-1,23	2,93
De gestión pasiva	-	-2,36	-7,33	-13,94	4,11	1,97	-4,31	5,44
Retorno absoluto	-	1,53	-1,87	-2,71	0,93	1,68	-1,04	1,82

¹ 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.

				2011		2012		
	2009	2010	2011	III	IV	I	II	III ¹
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	1.917	1.852	2.047	2.057	2.047	2.077	2.169	2.309
Patrimonio (millones de euros)	652,0	646,2	728,1	703,9	728,1	775,3	774,5	845,8
Suscripciones (millones de euros)	248,7	236,6	201,1	36,1	50,5	71,5	60,7	75,6
Reembolsos (millones de euros)	198,3	268,6	92,5	17,3	39,0	49,8	41,9	24,6
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	50,4	-32,0	108,6	18,8	11,5	21,7	18,7	51,0
Rendimientos netos (millones euros)	62,2	26,3	-26,5	-53,8	12,8	25,5	-19,6	20,4
Rentabilidad (en %)	14,94	5,37	-2,60	-6,81	2,16	3,66	-2,42	0,89
Rendimientos de gestión (%) ²	13,76	6,33	-1,88	-7,04	2,16	3,68	-1,65	2,39
Gastos comisión de gestión (%) ²	2,55	1,91	1,66	0,38	0,38	0,38	0,37	0,23
Gastos de financiación (%) ²	0,11	0,07	0,06	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	5.321	4.404	3.805	4.046	3.805	3.592	3.607	3.532
Patrimonio (millones de euros)	810,2	694,9	573,0	617,4	573,0	568,0	561,4	565,2
Suscripciones (millones de euros)	302,4	47,9	10,6	1,9	2,2	2,0	7,4	-
Reembolsos (millones de euros)	585,4	184,8	120,1	10,7	51,1	13,5	13,3	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	-283,0	-136,9	-109,6	-8,8	-48,9	-11,5	-5,9	-
Rendimientos netos (millones euros)	71,9	21,7	-12,3	-9,9	4,5	6,4	-0,7	-
Rentabilidad (en %)	7,85	3,15	-1,70	-1,50	0,85	1,15	-2,21	0,10
Rendimientos de gestión (%) ³	11,54	4,38	-0,47	-1,21	1,09	1,45	0,16	-
Gastos comisión de gestión (%) ³	1,34	1,25	1,25	0,30	0,31	0,32	0,30	-
Gastos comisión de depósito (%) ³	0,11	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	-

1 Datos disponibles: agosto de 2012. Rentabilidad calculada para el periodo junio-agosto.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 3.13

				2011	2012			
	2009	2010	2011	IV	I	II	III	IV ²
NÚMERO DE CARTERAS								
Fondos de inversión	2.593	2.429	2.341	2.341	2.306	2.284	2.224	2.210
Sociedades de inversión	3.135	3.068	3.002	3.002	2.975	2.967	2.958	2.943
IIC de IIC de inversión libre	38	32	27	27	27	28	26	25
IIC de inversión libre	28	31	35	35	35	35	35	36
Fondos de inversión inmobiliaria	8	8	6	6	6	6	6	6
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	8	8	8	8	8	8	8
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	170.547,7	143.918,2	132.368,6	132.368,6	131.994,5	125.120,7	125.108,2	124.926,3
Sociedades de inversión	24.952,8	25.361,3	23.037,8	23.037,8	23.827,4	22.849,4	23.353,0	23.401,9
IIC de IIC de inversión libre ³	810,2	694,9	573,0	573,0	568,0	561,4	565,2	–
IIC de inversión libre ³	652,0	643,5	694,7	694,7	775,3	738,0	808,1	–
Fondos de inversión inmobiliaria	6.465,1	6.115,6	4.494,6	4.494,6	4.446,9	4.386,0	4.313,9	4.274,7
Sociedades de inversión inmobiliaria	308,5	321,9	312,5	312,5	310,8	305,1	294,7	284,5

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 2012.

3 Datos disponibles para el tercer trimestre de 2012: julio de 2012.

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

				2011		2012		
	2009	2010	2011	III	IV	I	II	III ²
VOLUMEN DE INVERSIÓN ³ (millones de euros)								
Total	25.207,2	36.692,9	29.969,5	30.967,3	29.969,5	31.835,1	34.537,8	38.355,3
Fondos	5.215,1	8.535,9	6.382,9	6.446,0	6.382,9	6.583,3	7.188,4	7.571,4
Sociedades	19.992,0	28.156,9	23.586,6	24.521,3	23.586,6	25.251,9	27.349,4	30.783,9
Nº DE INVERSORES								
Total	685.094	865.767	761.380	803.801	761.380	768.467	788.852	818.115
Fondos	139.102	193.233	177.832	185.665	177.832	175.621	179.987	185.718
Sociedades	545.992	666.534	583.548	618.136	583.548	592.846	608.865	632.397
Nº DE INSTITUCIONES								
Total	582	660	739	695	739	765	743	749
Fondos	324	379	426	395	426	443	421	418
Sociedades	258	281	313	300	313	322	322	331
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	275	290	297	298	297	303	302	308
Francia	178	225	284	241	284	300	278	279
Irlanda	64	75	87	82	87	90	89	90
Alemania	17	20	20	21	20	20	22	23
Reino Unido	14	16	19	19	19	20	21	21
Holanda	1	1	1	1	1	1	1	1
Austria	27	27	25	27	25	25	24	20
Bélgica	5	5	5	5	5	5	5	5
Malta	1	1	1	1	1	1	1	1
Dinamarca	0	0	0	0	0	0	0	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 inmobiliarias¹

CUADRO 3.15

				2011	2012			
	2009	2010	2011	IV	I	II	III	IV ²
FONDOS								
Número	8	7	6	6	6	6	6	6
Partícipes	83.583	75.280	29.735	29.735	29.754	27.716	27.587	26.970
Patrimonio (millones de euros)	6.465,1	6.115,6	4.494,6	4.494,6	4.446,9	4.386,0	4.313,9	4.274,7
Rentabilidad (%)	-8,31	-4,74	-3,23	-0,93	-0,86	-1,23	-1,65	-0,53
SOCIEDADES								
Número	8	8	8	8	8	8	8	8
Accionistas	928	943	943	943	939	939	935	938
Patrimonio (millones de euros)	308,6	321,9	312,5	312,5	310,8	305,1	294,7	284,5

1 IIC que han remitido estados reservados, no incluye aquellas en proceso de disolución o liquidación.

2 Datos disponibles: octubre de 2012. En este caso, la rentabilidad es mensual.

