



**Informe Anual**  
sobre los mercados  
de valores y su actuación  
**2011**





**Informe Anual de la CNMV sobre  
los mercados de valores y su actuación  
Ejercicio 2011**

Comisión Nacional del Mercado de Valores  
Serrano, 47  
28001 Madrid

Passeig de Gràcia, 19  
08007 Barcelona

© Comisión Nacional del Mercado de Valores

Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se cite su procedencia.  
La CNMV difunde sus informes y publicaciones a través de la red Internet en la dirección [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).

**ISSN (edición impresa):** 1889-5166

**ISSN (edición electrónica):** 1989-5631

**Depósito Legal:** M-19004-2012

**Maqueta:** Composiciones Rali, S.A.

**Imprime:** Artegraf, S.A.

## 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 Planes de Pensiones / 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	Consejo Europeo de Riesgo Sistémico / European Systemic Risk Board
ETF	Fondo de inversión cotizado / Exchange-Traded Fund
FCR	Fondo de capital-riesgo
FI	Fondo de inversión de carácter financiero
FII	Fondo de inversión inmobiliaria
FIICIL	Fondo de instituciones de inversión colectiva de inversión libre
FIL	Fondo de inversión libre
FIM	Fondo de inversión mobiliaria
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera / Financial Stability Board
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
IAASB	Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad / International Auditing and Assurance Standards Board
IIC	Institución de inversión colectiva
IICIL	Institución de inversión colectiva de inversión libre
IIMV	Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores / International Organization of Securities Commissions
ISIN	Código internacional de identificación 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
MOU	Acuerdo de colaboración / Memorandum of Understanding

NIC	Normas internacionales de contabilidad
NIIF	Normas internacionales de información financiera
NPGC	Nuevo Plan General de Contabilidad
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
OTC	Over the Counter
PER	Price to Earnings Ratio
RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de 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
SGIIC	Sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva
SGFT	Sociedad gestora de fondos de titulización
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Español
SICAV	Sociedad de inversión de carácter financiero
SII	Sociedad de inversión inmobiliaria
SIL	Sociedad de inversión libre
SON	Sistema organizado de negociación
SV	Sociedad de valores
TER	Gastos operativos de un fondo / Total Expense Ratio
UCITS	Institución 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

# Índice general

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

## I Marco económico y financiero 19

<b>1 Entorno económico y financiero</b>	<b>21</b>
1.1 Entorno internacional	22
1.1.1 La economía internacional	22
1.1.2 Evolución de los mercados financieros internacionales	25
1.2 Entorno económico y financiero español	32
1.3 Perspectivas del entorno económico y financiero	38
<b>2 Las restricciones de la CNMV a las ventas en corto en el sector financiero</b>	<b>41</b>
2.1 El contexto macrofinanciero de la restricción	42
2.2 Estabilidad financiera y ventas en corto: consideraciones conceptuales	46
2.3 Los efectos de la prohibición sobre el riesgo de crédito de las entidades financieras	49
2.4 El funcionamiento del mercado de acciones bajo la restricción	55
2.5 El levantamiento de la restricción	63

## II Mercados y emisores 69

<b>3 Mercados de renta variable</b>	<b>71</b>
3.1 Panorama general	71
3.2 Tamaño del mercado	71
3.2.1 Capitalización bursátil	71
3.2.2 Sociedades cotizadas	74
3.3 Admisiones, emisiones y ofertas públicas de venta (OPV)	74
3.4 Negociación	75
3.4.1 Negociación al contado	75
3.4.2 Crédito para operaciones bursátiles y préstamo de valores	77
3.5 Ofertas públicas de adquisición de valores (opas)	78
3.6 Sistemas multilaterales de negociación	78
3.6.1 Latibex	78
3.6.2 Mercado Alternativo Bursátil (MAB)	79
3.7 Fondos de inversión cotizados (ETF)	80
<b>4 Mercados de renta fija</b>	<b>81</b>
4.1 Panorama general	81
4.2 Deuda pública	82
4.2.1 Mercado primario	82
4.2.2 Mercado secundario	82
4.3 Renta fija privada	84
4.3.1 Mercado primario	84
4.3.2 Mercado secundario	87

<b>5</b>	<b>Mercados de productos derivados</b>	<b>91</b>
5.1	Panorama general	91
5.2	Mercado MEFF	92
5.2.1	Novedades del mercado MEFF	94
5.3	Warrants y certificados	96
5.3.1	Emisiones	96
5.3.2	Negociación	97
5.4	Otros contratos financieros	98
5.5	Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva	99
5.5.1	Novedades del mercado MFAO	99
<b>6</b>	<b>Registro, contrapartida, compensación y liquidación</b>	<b>101</b>
6.1	Iberclear	101
6.1.1	Iberclear-CADE	101
6.1.2	Iberclear-SCLV	103
6.1.3	Mejoras técnicas en los servicios	104
6.1.4	Iniciativas de integración europea	106
6.2	MEFFClear	108
<b>III Entidades financieras y servicios de inversión</b>		<b>111</b>
<b>7</b>	<b>Inversión colectiva</b>	<b>113</b>
7.1	Fondos de inversión (FI)	113
7.2	Sociedades de inversión (SICAV)	115
7.3	IIC de inversión libre	117
7.4	IIC inmobiliarias	117
7.5	IIC extranjeras comercializadas en España	118
7.6	Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC)	119
7.7	Depositarios de IIC	120
<b>8</b>	<b>Prestación de servicios de inversión</b>	<b>121</b>
8.1	Entidades de crédito	121
8.2	Empresas de servicios de inversión	122
8.2.1	Sociedades y agencias de valores	122
8.2.2	Sociedades gestoras de cartera	128
8.2.3	Empresas de asesoramiento financiero	130
<b>9</b>	<b>Entidades de capital-riesgo</b>	<b>131</b>
9.1	Entidades de capital-riesgo registradas en la CNMV	131
9.2	Algunos datos relevantes del sector	132
<b>IV La regulación y supervisión de los mercados de valores</b>		<b>133</b>
<b>10</b>	<b>Información financiera y de gobierno corporativo de los emisores</b>	<b>135</b>
10.1	Información financiera	135
10.1.1	Información de auditorías y cuentas anuales	135
10.1.2	Información periódica semestral y trimestral	139
10.1.3	Otros aspectos a destacar relacionados con la información financiera	140
10.2	Información referida a accionistas significativos, consejeros, directivos y autocartera	141
10.3	Gobierno corporativo	146
10.3.1	Aspectos más significativos de las prácticas de gobierno de las sociedades cotizadas	147
10.3.2	Constitución y composición de los comités de auditoría	152
10.3.3	Reforma legislativa	153
10.4	Hechos relevantes recibidos en la CNMV	154
<b>11</b>	<b>Supervisión de los mercados</b>	<b>157</b>
11.1	Actuaciones destacadas de la CNMV en los distintos mercados	157
11.1.1	Renta variable	158
11.1.2	Renta fija	164
11.1.3	Productos derivados	165
11.1.4	Compensación, liquidación y registro	166

11.1.5	Comunicación de operaciones a la CNMV	166
11.1.6	Comunicación de operaciones sospechosas	167
11.2	Supervisión de las ofertas públicas de adquisición (opas)	167
11.3	La Unidad de Vigilancia de los Mercados	169
<b>12</b>	<b>Supervisión de entidades</b>	<b>171</b>
12.1	Supervisión de las normas de conducta y los requisitos organizativos en la prestación de servicios de inversión	171
12.1.1	Normas de conducta	171
12.1.2	Requisitos organizativos	174
12.1.3	Cambios normativos	175
12.2	Supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión	178
12.3	Supervisión de las instituciones de inversión colectiva	179
12.3.1	Supervisión de los requisitos prudenciales y las normas de conducta	180
12.3.2	Información a los inversores	181
12.3.3	Supervisión de las gestoras de IICIL e IIC de IICIL	183
12.3.4	Supervisión de los depositarios de IIC	184
12.3.5	Supervisión de las IIC inmobiliarias	184
12.4	Supervisión de las entidades de capital-riesgo	184
12.5	Supervisión de las sociedades gestoras de fondos de titulización	185
12.6	Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales	185
<b>13</b>	<b>Atención al inversor</b>	<b>187</b>
13.1	Atención de reclamaciones	187
13.2	Consultas	190
13.3	Fondo General de Garantía de Inversiones (FOGAIN)	191
13.4	Formación del inversor	192
13.4.1	Plan de Educación Financiera	192
13.4.2	Actividades formativas de la CNMV	194
<b>14</b>	<b>Actuaciones disciplinarias</b>	<b>197</b>
14.1	Expedientes sancionadores	197
14.1.1	Descripción de los expedientes	197
14.1.2	Registro público de sanciones por infracciones graves o muy graves	199
14.1.3	Criterios de interés	200
14.2	Servicio contencioso: revisión judicial de resoluciones sancionadoras y otras actuaciones ante los órganos jurisdiccionales	202
14.3	Denuncias	203
14.4	Cooperación internacional en materia de investigación	204
14.5	Advertencias sobre entidades no autorizadas	205
<b>15</b>	<b>Actividades internacionales</b>	<b>207</b>
15.1	Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA)	207
15.2	Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)	212
15.3	Foros internacionales intersectoriales	215
15.4	Otros foros	216
<b>V</b>	<b>CNMV: aspectos organizativos, económicos e institucionales</b>	<b>217</b>
<b>16</b>	<b>Organización</b>	<b>219</b>
16.1	Recursos humanos y organización	219
16.2	Sistemas de información	221
<b>17</b>	<b>Gestión económica</b>	<b>225</b>
17.1	Ingresos y gastos	225
17.2	Estructura de tasas	226
<b>18</b>	<b>Agencia Nacional de Codificación de Valores</b>	<b>227</b>
<b>19</b>	<b>Comité Consultivo de la CNMV</b>	<b>229</b>
19.1	Introducción	229
19.2	Actuaciones del Comité durante 2011	230

<b>VI</b>	<b>Informe del Órgano de Control Interno</b>	<b>233</b>
-----------	--	------------

---

<b>VII</b>	<b>Cuentas de la CNMV</b>	<b>239</b>
------------	---------------------------	------------

---

<b>Anexos</b>		<b>247</b>
---------------	--	------------

---

**Anexos estadísticos**

Anexos estadísticos I: mercados y emisores	249
Anexos estadísticos II: entidades financieras y servicios de inversión	263
Anexos estadísticos III: regulación y supervisión	273
Anexos legislativos	305

<b>Anexos sobre la organización de la CNMV</b>	<b>327</b>
--	------------

---

## Índice de recuadros

2.1	Aprobación del Reglamento de la UE sobre ventas en corto	61
6.1	Avances en el proyecto de reforma del sistema de compensación y liquidación de valores	105
11.1	MiFID/MiFIR: nuevos requisitos de pre- y posttransparencia	159
11.2	MiFID/MiFIR: propuestas de la Comisión Europea relativas a las plataformas de negociación	163
12.1	Revisión horizontal de los mecanismos de case de productos híbridos entre clientes	172
12.2	Revisión de la MiFID: principales novedades en materia de protección del inversor y prestación de servicios de inversión	176
12.3	Principales características del nuevo documento de información al inversor (Datos Fundamentales para el Inversor)	182
13.1	Resultados de la evaluación del Programa Piloto de Educación Financiera en la ESO	193
15.1	El Grupo de Control (Monitoring Group)	212
16.1	Plan de Actividades de la CNMV 2012: revisión y actualización	222



## Índice de cuadros

1.1	Los mercados de renta variable: rentabilidad	30
1.2	Indicadores de la economía española	32
1.3	Evolución de los resultados por sectores: empresas cotizadas no financieras	36
1.4	Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español (%)	37
2.1	Los efectos de las posiciones cortas sobre los CDS de las empresas cotizadas españolas en torno a la prohibición	53
2.2	Velocidad de ajuste de los precios en torno a la prohibición y al levantamiento de las posiciones cortas	57
3.1	Capitalización de la renta variable en las bolsas españolas	72
3.2	Número de sociedades cotizadas y capitalización por sectores	73
3.3	Capitalización y contratación bursátil en relación al PIB nominal	73
3.4	Número de sociedades cotizadas en las bolsas españolas	74
3.5	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta	75
3.6	Contratación de la renta variable en las bolsas españolas	76
3.7	Contratación según modalidades en el mercado continuo	76
3.8	Crédito para compra de valores	77
3.9	Crédito para venta de valores y préstamo de valores	77
3.10	Ofertas públicas de adquisición de valores	78
3.11	Sociedades cotizadas en Latibex por países	79
4.1	Emisiones brutas y saldos vivos: distribución por emisores	81
4.2	Contratación en el mercado de deuda anotada	83
4.3	Emisiones brutas registradas en la CNMV: detalle por instrumentos	85
4.4	Emisiones brutas de renta fija privada de emisores españoles en el exterior	86
4.5	Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija en AIAF	87
4.6	Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija en bolsa	88
4.7	Contratación total en AIAF	89
4.8	Contratación de renta fija en las bolsas	89
5.1	Negociación en los mercados de derivados financieros en España	92
5.2	Negociación en los mercados de derivados financieros europeos	93
5.3	Número de miembros en MEFF	94
5.4	Emisiones de <i>warrants</i> registradas en la CNMV	97
5.5	Emisiones de certificados registradas en la CNMV	97
5.6	Contratación de <i>warrants</i> en el mercado continuo	97
5.7	Contratación de certificados en el mercado continuo	98
5.8	Emisiones de contratos de compraventa de opciones registradas en la CNMV	98
5.9	Número de miembros en MFAO	99
6.1	Entidades participantes en Iberclear	101
6.2	Iberclear-CADE: actividad de registro	102
6.3	Iberclear-CADE: número de operaciones liquidadas	102
6.4	Iberclear-CADE: importe de las operaciones liquidadas	102
6.5	Iberclear-SCLV: actividad de registro	103
6.6	Iberclear-SCLV: operaciones liquidadas	104
6.7	Evolución de la actividad en MEFFCLEAR	109
7.1	Distribución del patrimonio de los fondos de inversión	114
7.2	Altas y bajas en el registro de entidades en 2011	115
7.3	Distribución del patrimonio de las sociedades de inversión	116
7.4	Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGIC	119
7.5	Resultados antes de impuestos, número de entidades en pérdidas e importe de las pérdidas	120
8.1	Ingresos de las entidades de crédito (EC) por la prestación de servicios en valores y comercialización de productos financieros no bancarios	121
8.2	Comisiones percibidas por servicios de inversión	122
8.3	Altas y bajas en el registro de entidades	123
8.4	Cuenta de pérdidas y ganancias de las sociedades de valores	124
8.5	Cuenta de pérdidas y ganancias de las agencias de valores	126

8.6	Resultados antes de impuestos, número de entidades en pérdidas e importe de las pérdidas antes de impuestos	127
8.7	Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGC	129
8.8	EAFI: resultados antes de impuestos y número de entidades en pérdidas	130
9.1	Altas y bajas en el registro en 2011	131
10.1	Resumen de las auditorías de entidades emisoras recibidas en la CNMV	136
10.2	Información requerida sobre políticas contables y desgloses de información	138
10.3	Número de notificaciones sobre derechos de voto correspondientes a accionistas significativos	144
10.4	Número de notificaciones sobre derechos de voto correspondientes a consejeros	145
10.5	Número de notificaciones de autocartera según posición final	146
10.6	Transacciones con partes vinculadas. Primer semestre de 2011	152
10.7	Hechos relevantes recibidos en la CNMV	154
11.1	Resumen de la actividad supervisora de mercados	157
11.2	Suspensiones temporales de cotización en bolsa	158
12.1	Supervisión de ESI: requerimientos remitidos por la CNMV en 2011	171
12.2	Informes sobre protección de activos de clientes (IPAC)	174
12.3	Supervisión de IIC: requerimientos remitidos por la CNMV en 2011	180
13.1	Reclamaciones tramitadas según tipo de resolución	187
13.2	Reclamaciones resueltas. Distribución por materia	188
13.3	Número de consultas por canal de recepción	190
13.4	Evolución del número de entidades adheridas	192
13.5	Fichas y guías del inversor	195
14.1	Expedientes abiertos y concluidos	197
14.2	Número de infracciones de cada tipo en los expedientes sancionadores	198
14.3	Sanciones impuestas	199
14.4	Procedimientos en los que ha intervenido la CNMV en 2011	203
14.5	Denuncias realizadas en 2011	204
16.1	Plantilla de la CNMV: composición por categorías profesionales	219
16.2	Distribución del personal por departamentos	219
16.3	Documentos recibidos en la CNMV	222
17.1	Ingresos por tasas en la CNMV	226
18.1	Número de valores y otros instrumentos financieros codificados en 2010 y 2011	228
18.2	Consultas atendidas directamente por la ANCV	228
19.1	Nueva composición del Comité Consultivo (RD 303/2012)	230
19.2	Tipo de expedientes sometidos a la opinión del Comité Consultivo	231
19.3	Actuaciones del Comité Consultivo de la CNMV en 2011	232

## Índice de gráficos

1.1	PIB: variaciones anuales	23
1.2	Inflación y producción industrial (variación anual)	23
1.3	Tipos de interés de intervención	24
1.4	Saldo fiscal público y deuda pública	25
1.5	Tipos de interés a corto plazo	25
1.6	Rentabilidades de la deuda pública a diez años	26
1.7	Primas de riesgo de crédito de los CDS de bonos soberanos	27
1.8	Primas de riesgo de crédito de deuda corporativa	27
1.9	Emisiones netas de renta fija internacionales	28
1.10	Evolución de los principales índices bursátiles internacionales	29
1.11	Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles	30
1.12	La evolución de los mercados financieros en las economías emergentes	31
1.13	Tipo de cambio del euro frente al dólar y al yen	31
1.14	Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de la economía española (% PIB)	34
1.15	Prima de riesgo de los emisores españoles	34
1.16	Evolución del Ibex 35 y de su volatilidad implícita	38
2.1	Evolución de los mercados bursátiles en EE.UU. y la zona del euro	43
2.2	Primas de riesgo y efectos cruzados entre riesgos soberanos	44
2.3	Primas de riesgo bancario y efectos cruzados entre riesgo soberano y financiero	45
2.4	Posiciones cortas y préstamos de valores en el mercado español	50
2.5	Primas de riesgo de las entidades cotizadas españolas	51
2.6	Efectos cruzados del riesgo soberano en España	51
2.7	Comportamiento de los valores financieros españoles antes del establecimiento de la prohibición	56
2.8	Comportamiento de los valores financieros italianos antes del establecimiento de la prohibición	58
2.9	Comportamiento de los valores financieros franceses antes del establecimiento de la prohibición	59
2.10	Mercados interbancarios y riesgo de crédito bancario	63
2.11	Evolución bursátil del sector bancario	64
2.12	Comportamiento de los valores financieros españoles tras el levantamiento de la prohibición	65
2.13	Comportamiento de los valores financieros italianos tras el levantamiento de la prohibición	66
2.14	Comportamiento de los valores financieros franceses tras el levantamiento de la prohibición	67
4.1	Prima de riesgo de crédito de la deuda soberana	83
4.2	Evolución de las emisiones de titulización registradas en la CNMV	86
7.1	Fondos de inversión (FI): distribución del patrimonio	114
7.2	Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España	118
8.1	Sociedades de valores miembros de bolsa: volumen mediado y comisión efectiva media en renta variable nacional	125
8.2	Margen de cobertura sobre los recursos propios exigibles de las sociedades y agencias de valores	128
8.3	Patrimonio gestionado, comisiones percibidas y resultados antes de impuestos de las SGC	129
10.1	Número de requerimientos a los emisores (excluidos FTA) según motivo	138
10.2	Número de notificaciones registradas	142
10.3	Notificaciones de consejeros y accionistas significativos presentadas con demora	143
13.1	Consultas según materia	191



# Índice de anexos

## Anexos estadísticos I: mercados y emisores 249

1.1	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta	249
1.2	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta: importe efectivo	250
1.3	Sociedades excluidas de cotización bursátil en 2011	252
1.4	Evolución de los índices sectoriales de la Bolsa de Madrid y la Bolsa de Barcelona	252
1.5	Concentración sectorial de la capitalización	253
1.6	Concentración de la contratación bursátil de renta variable	253
1.7	Porcentaje de la capitalización por sectores y mayores empresas respecto al conjunto del mercado	254
1.8	Capitalización y contratación de las sociedades pertenecientes al Ibex 35	255
1.9	Ofertas públicas de adquisición de valores autorizadas en 2011	256
1.10	Sociedades cotizadas en Latibex por sectores	256
1.11	Emisiones brutas de las Administraciones Públicas	257
1.12	Emisiones netas de las Administraciones Públicas	257
1.13	Contratación de deuda del Estado entre titulares de cuenta. Operaciones a vencimiento, con pacto de recompra y simultáneas	258
1.14	Contratación de deuda del Estado entre titulares y terceros. Operaciones a vencimiento, con pacto de recompra y simultáneas	258
1.15	Número de emisores y emisiones registradas en la CNMV: detalle por instrumentos	259
1.16	Principales emisores de renta fija registrados en la CNMV en 2011	259
1.17	Principales emisores de renta fija registrados en la CNMV en 2011. Detalle por instrumentos	260
1.18	Emisores de pagarés: mayores saldos vivos a 31 de diciembre de 2011	261
1.19	Principales emisores de bonos de titulización en 2011	261
1.20	Emisiones de titulización, por naturaleza del activo titulado	262
1.21	Contratación en AIAF por cuenta propia	262

## Anexos estadísticos II: entidades financieras y servicios de inversión 263

II.1	Número, partícipes, patrimonio y descomposición de la variación patrimonial de los fondos de inversión mobiliarios e inmobiliarios	263
II.2	Cartera de los fondos: peso en el saldo vivo de valores españoles	264
II.3	Gastos repercutidos a los fondos de inversión de carácter financiero	264
II.4	Evolución de las rentabilidades y las suscripciones netas de los fondos de inversión	265
II.5	IIC extranjeras comercializadas en España	266
II.6	Sociedades gestoras de IIC (SGIIC): altas y bajas en 2011	266
II.7	ESI extranjeras con pasaporte comunitario: Estado Miembro de origen	267
II.8	Altas y bajas de sociedades y agencias de valores, empresas de asesoramiento financiero y ESI extranjeras con sucursal	268
II.9	Cambios de control en sociedades y agencias de valores. 2011	269
II.10	ESI españolas con pasaporte comunitario a cierre de año. Estado Miembro de acogida	270
II.11	Entidades de crédito extranjeras autorizadas para prestar servicios de inversión en España a cierre de año. Estado Miembro de origen	271

## Anexos estadísticos III: regulación y supervisión 273

III.1	Número de accionistas de las sociedades del Ibex 35 con participación significativa	273
III.2	Resolución de expedientes sancionadores en 2011	274
III.3	Relación de sentencias recaídas en recursos contencioso-administrativos (RCA) durante 2011 contra resoluciones en materia de sanciones	276
III.4	Advertencias al público sobre entidades no registradas	277

**Anexos legislativos** **305**

A.	Legislación española	305
A.1	Comisión Nacional del Mercado de Valores	305
A.2	Mercados secundarios oficiales de valores y otros sistemas de negociación	305
A.3	Mercados primarios	308
A.4	Empresas de servicios de inversión y entidades de crédito	310
A.5	Instituciones de inversión colectiva	312
A.6	Agencias de calificación crediticia	315
A.7	Medidas frente a la crisis económica	316
A.8	Otras normas	317
B.	Legislación europea	322
B.1	Abuso de mercado	322
B.2	Instituciones de inversión colectiva y empresas de servicios de inversión	323
B.3	Agencias de calificación crediticia	325
B.4	Otras normas	325

**Anexos sobre la organización de la CNMV** **327**

Composición del Consejo de la CNMV a 30 de abril de 2012	327
Composición del Comité Ejecutivo de la CNMV a 30 de abril de 2012	327
Composición del Comité Consultivo de la CNMV a 30 de abril de 2012	328
Organigrama de la CNMV	331

# I Marco económico y financiero



El entorno macroeconómico y financiero internacional evolucionó favorablemente en los primeros meses de 2011, pero empeoró a partir de los meses centrales del año como consecuencia de un nuevo recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda europeos y del notable empeoramiento de la actividad económica mundial, que se hizo especialmente patente después del verano. Así, el crecimiento del PIB mundial se desaceleró desde el 5,3% en 2010 hasta el 3,9% en 2011. Las economías avanzadas crecieron a una tasa del 1,6%, la mitad que el año anterior, mientras que las economías emergentes, aunque continuaron mostrando un elevado dinamismo, con una tasa de crecimiento del 6,2%, también experimentaron una cierta desaceleración. Las tasas de inflación de las principales áreas económicas mostraron una evolución descendente desde abril, en línea con la moderación de los precios energéticos. Salvo en la zona del euro, no se observaron movimientos relevantes en los tipos de interés oficiales. En el ámbito de la política fiscal, muchas economías continuaron durante 2011 con el proceso de consolidación de sus finanzas públicas.

Los mercados financieros internacionales empezaron a tensarse de nuevo en la primavera de 2011, tras la solicitud de ayuda financiera a la UE por parte de Portugal y el aumento de la incertidumbre asociada a la crisis de deuda griega. Todo ello dio lugar a incrementos de las rentabilidades de la deuda a largo plazo en un conjunto amplio de economías europeas, que se vieron acompañados de descensos en los tipos de interés de la deuda pública en las economías percibidas como más sólidas, en particular las de EE.UU., Alemania y, también, el Reino Unido. De hecho, un elemento distintivo de este episodio de turbulencias fue su extensión a países como Francia o Bélgica, que apenas se habían visto afectados por las crisis anteriores. Las primas de riesgo de crédito en un buen número de economías europeas crecieron con intensidad en los meses de verano, encareciendo notablemente la financiación de los distintos agentes y restringiendo la actividad emisora. El periodo de mayor incertidumbre tuvo lugar en noviembre. Desde entonces, las anteriores tensiones se han reducido como consecuencia de las medidas extraordinarias de financiación adoptadas por el BCE, los compromisos fiscales asumidos por varias economías europeas y el proceso de reestructuración ordenado de la deuda griega, llevado a cabo en el primer trimestre de 2012.

Los mercados de renta variable se vieron, de nuevo, afectados negativamente por la crisis de deuda europea, particularmente en el tercer trimestre del año, cuando se observaron retrocesos sustanciales en las cotizaciones de los principales índices. No obstante, considerando el rendimiento acumulado durante el ejercicio, la evolución de las bolsas fue desigual entre las diferentes áreas económicas. Así, en EE.UU. casi todos los índices avanzaron en 2011, mientras que en Europa (salvo en el Reino Unido) y en Japón los retrocesos fueron superiores al 13%. Ante la intensidad de las turbulencias en algunas plazas europeas, las autoridades supervisoras de valores de Bélgica, España, Francia e Italia, bajo la coordinación de ESMA (la Autoridad Europea de Valores y Mercados), decidieron el 11 de agosto prohibir temporalmente la

creación o el incremento de posiciones cortas sobre los valores del sector financiero dentro de sus respectivas jurisdicciones, tal y como se analiza en detalle en el siguiente capítulo de este informe. Estas prohibiciones fueron levantadas en febrero de 2012.

El pasado ejercicio fue un año especialmente difícil para la economía y los mercados financieros españoles. El avance medio del PIB nacional en 2011 se situó en el 0,7%, muy por debajo del 1,5% de la zona del euro. Particularmente negativa resultó la evolución de la economía española durante el último trimestre del año, en el que retrocedió un 0,3% debido a la contracción de la demanda interna. La debilidad de la actividad doméstica deterioró aun más las cifras del mercado de trabajo. El empleo cayó cerca de un 2% y la tasa de paro se incrementó hasta el 21,6%. El déficit público se redujo desde el 9,3% del PIB en 2010 hasta el 8,5% en 2011. La política económica nacional estuvo marcada durante el pasado ejercicio por la necesidad de acometer un ajuste fiscal en un contexto de marcada debilidad de la demanda y de avanzar en el saneamiento y la reforma del sistema financiero. Estos retos, junto con los que plantea el elevado grado de disfuncionalidad del mercado de trabajo español, seguirán condicionando previsiblemente la evolución de la economía nacional en los próximos trimestres.

En el ámbito financiero nacional, el recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana europea que comenzó en los meses de primavera tuvo una incidencia notable en los mercados, tanto en los de renta fija como en los de renta variable. En los primeros, se produjeron incrementos en las primas de riesgo de crédito, tanto en el sector público como en el privado, hasta alcanzar máximos históricos, dificultando las emisiones de deuda en la segunda mitad del año. En los mercados de renta variable, además de los retrocesos de las cotizaciones y el repunte puntual de la volatilidad, se observó un cierto deterioro de la liquidez y de la contratación, en parte debido a la prohibición de las ventas en corto de los valores financieros domésticos mencionada anteriormente.

## 1.1 Entorno internacional

### 1.1.1 La economía internacional

#### Fuerte ralentización de la actividad mundial en los últimos meses de 2011

La economía internacional inició el ejercicio con signos de mejoría, pero a partir de la segunda mitad del año los indicadores macroeconómicos reflejaron un deterioro progresivo. La ralentización del crecimiento fue más aguda en las economías europeas afectadas con más intensidad por el empeoramiento de la situación financiera general, en un entorno marcado por el intenso esfuerzo de consolidación fiscal que están llevando a cabo un amplio conjunto de Estados Miembros.

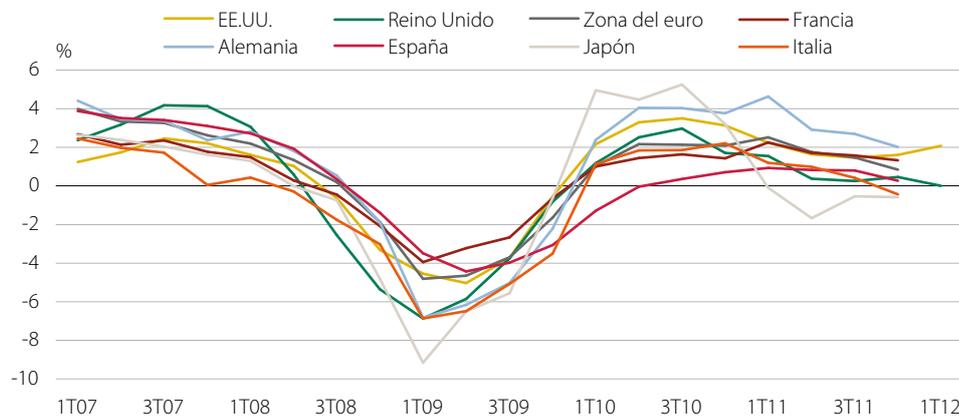
El crecimiento del PIB mundial descendió desde el 5,3% en 2010 hasta el 3,9% en 2011, como consecuencia de la desaceleración de la actividad tanto de las economías avanzadas (desde el 3,2% en 2010 hasta el 1,6% en 2011) como de las emergentes (desde el 7,5% hasta el 6,2%). Entre las primeras, destacó el avance del PIB en Alemania (3,1%) y en EE.UU. (1,7%). No obstante, como se aprecia en el gráfico 1.1, la desaceleración del crecimiento a lo largo del año fue palpable en todas las economías avanzadas y, en alguna de ellas, como Italia, se tradujo en una tasa de variación interanual negativa del PIB en el último trimestre de 2011. También cabe destacar el retroceso de la economía japonesa, notablemente afectada por el terremoto ocurrido en marzo.

Dentro de las economías emergentes, se mantuvo el elevado dinamismo de las economías asiáticas, entre las que destacaron China, que creció un 9,2% en 2011, e India, que avanzó un 7,2%. Entre las latinoamericanas, el incremento del PIB brasileño se desaceleró desde el 7,5% en 2010 hasta el 2,7% en 2011, mientras que México registró un avance cercano al 4%.

Marco económico  
y financiero  
Entorno económico  
y financiero

### PIB: variaciones anuales

GRÁFICO 1.1



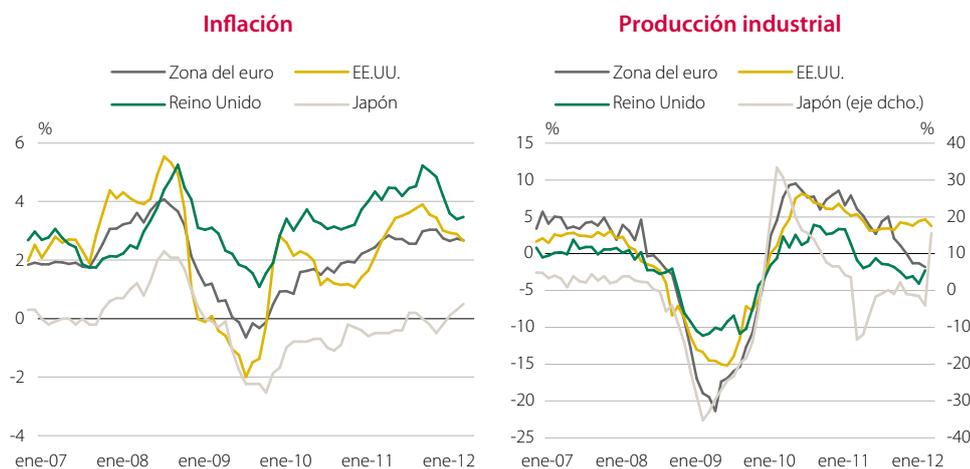
Fuente: Thomson Datastream.

### Las tasas de inflación descendieron por la desaceleración de los precios energéticos

Las tasas de inflación de las principales economías avanzadas, tras los máximos alcanzados en la primavera de 2011, tendieron, por lo general, a la baja en los últimos meses del año hasta niveles que oscilaron, según regiones, entre el 2,7% y el 3,6% (salvo en Japón, donde quedó cerca de cero). Esto fue el resultado, fundamentalmente, de la ralentización del crecimiento de los precios de la energía (véase gráfico 1.2). Las tasas subyacentes continuaron en niveles relativamente reducidos, aunque en algunas economías, como la estadounidense, donde la actividad evolucionó mejor que en otras economías de referencia, se observaron mayores incrementos en los precios.

### Inflación y producción industrial (variación anual)

GRÁFICO 1.2



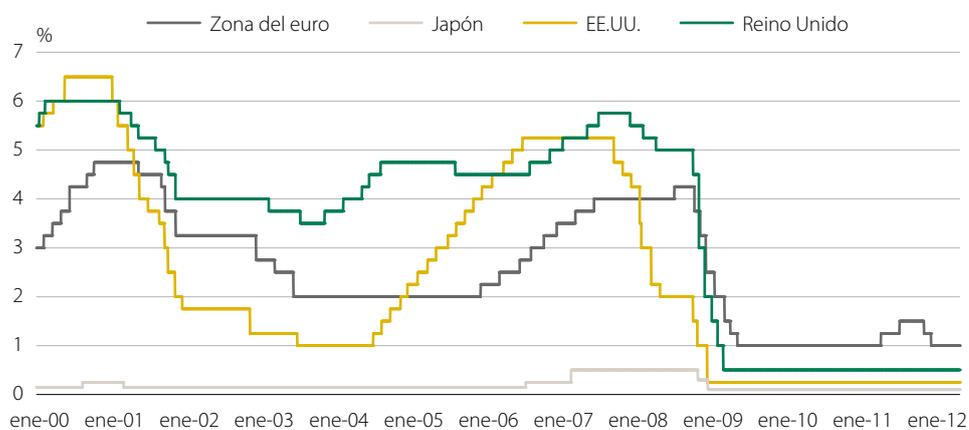
Fuente: Thomson Datastream.

El anclaje de las expectativas de inflación en niveles reducidos facilitó que los tipos de interés oficiales permaneciesen inalterados, con la salvedad de la zona del euro, donde se incrementaron entre abril y julio desde el 1% hasta el 1,5%, para descender nuevamente en los últimos meses de 2011 hasta el 1%. En EE.UU. el tipo de interés oficial permaneció en el 0,25%, en Japón en el 0,1% y en el Reino Unido en el 0,5%<sup>1</sup> (véase gráfico 1.3).

En este contexto, los bancos centrales de las diferentes economías avanzadas prolongaron algunas de las medidas de política monetaria no convencionales que habían adoptado en ejercicios anteriores e incluso adoptaron algunas medidas nuevas. Entre ellas, destacó la decisión del BCE, adoptada el 8 de diciembre, de aceptar temporalmente determinados préstamos como activos de garantía en sus operaciones de financiación y de realizar dos operaciones de financiación a 36 meses con adjudicación plena.

### Tipos de interés de intervención

GRÁFICO 1.3



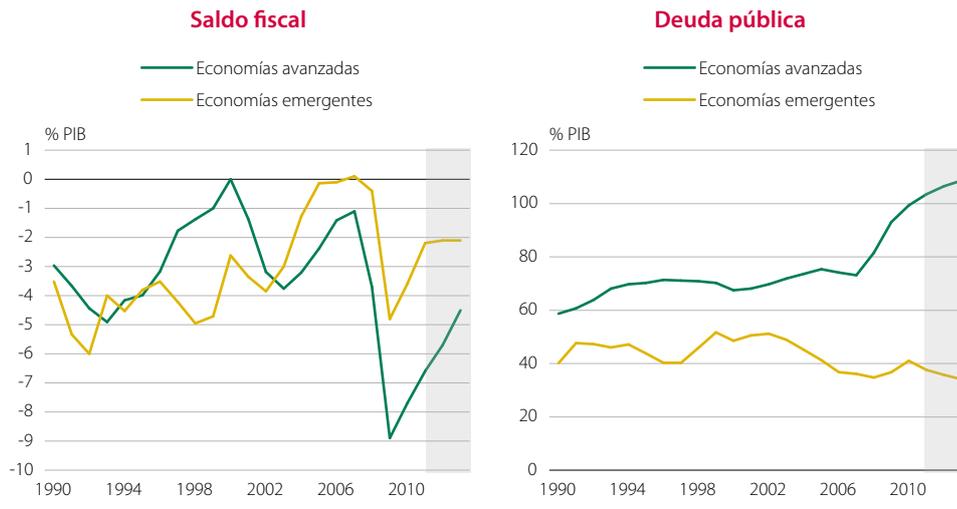
Fuente: Thomson Datastream.

### Prosiguió el saneamiento de las finanzas públicas de las principales economías

Las finanzas públicas de las principales economías continuaron en 2011 la senda de consolidación que comenzó en 2010, tras el fuerte incremento del déficit público que se produjo en 2009. En el conjunto de las economías avanzadas, el descenso del déficit público no fue suficiente como para permitir una moderación del nivel de deuda pública, que se situó en torno al 103% del PIB al cierre del ejercicio. En las economías emergentes, que habían experimentado un deterioro de las finanzas públicas menos intenso desde el comienzo de la crisis, la deuda pública se mantuvo en términos agregados en niveles cercanos al 38% del PIB (véase gráfico 1.4).

Las previsiones más recientes del FMI, publicadas en abril de 2012, revelan que en 2012 y 2013 continuará el descenso del déficit público en las principales áreas económicas. Este ajuste será más intenso en las economías avanzadas, donde se espera una reducción media del déficit cercana a dos puntos porcentuales de PIB. No obstante, la deuda pública de estas economías podría seguir incrementándose hasta niveles medios próximos al 109% del PIB en 2013, frente al descenso pronosticado para el conjunto de las emergentes hasta valores cercanos al 34% del PIB (38% en 2011).

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



Fuente: FMI. Previsiones en las zonas sombreadas.

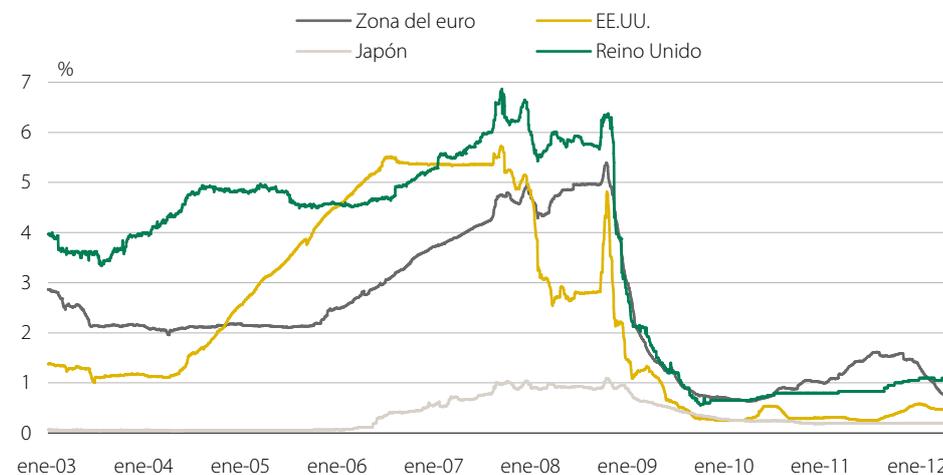
### 1.1.2 Evolución de los mercados financieros internacionales

#### Los tipos de interés a corto plazo continuaron, en general, en mínimos históricos

Los tipos de interés del mercado interbancario de las principales economías avanzadas se mantuvieron en niveles muy reducidos en 2011, en línea con el contexto de tipos de interés oficiales (véase gráfico 1.5). Únicamente en la zona del euro se observó un cierto repunte en los tipos a corto plazo en la primera mitad del año, anticipando el cambio en el tono de la política monetaria de la zona, que finalmente tuvo lugar tras la decisión del BCE de incrementar dos veces el tipo de interés oficial en 25 p.b. en abril y julio, hasta el 1,5%. En la parte final del año, el descenso de las presiones inflacionistas, junto con el debilitamiento de la actividad económica de la zona, propició un cambio en el rumbo de la política monetaria del BCE, lo que revertió la tendencia al alza de los tipos de interés.

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

GRÁFICO 1.5



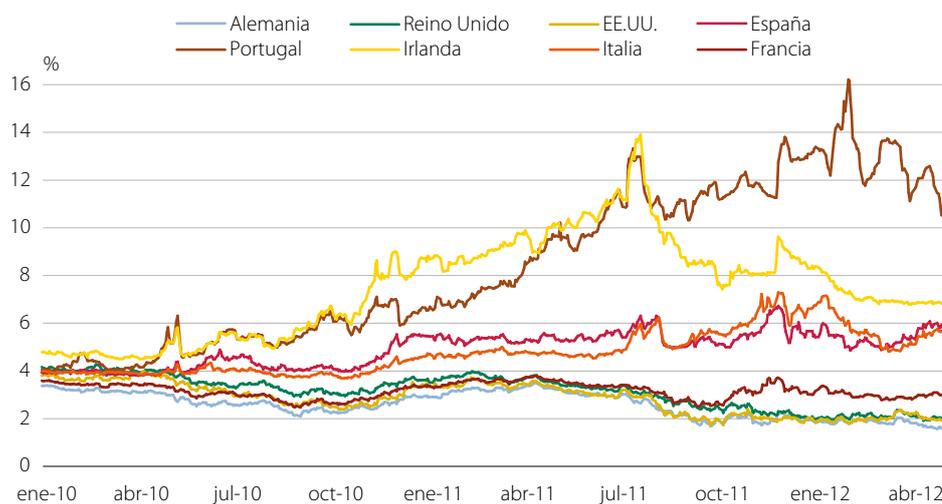
Fuente: Thomson Datastream. (1) Líbor a tres meses.

## El recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana europea afectó con intensidad a los mercados internacionales de renta fija

A lo largo de 2011, los tipos de interés a largo plazo siguieron mostrando pautas diferentes entre las referencias percibidas como más sólidas (fundamentalmente, EE.UU., Alemania y, también, el Reino Unido) y otras economías sobre las que se atisbaban mayores elementos de fragilidad. De hecho, tras la intensificación de las tensiones en los mercados de deuda en los meses de primavera, los tipos de interés de la deuda pública a diez años en EE.UU., Alemania y el Reino Unido descendieron hasta niveles próximos o incluso inferiores al 2%, mientras que en la mayor parte de las economías de la zona del euro mostraron una tendencia creciente que solo fue interrumpida de manera perceptible en dos momentos (véase gráfico 1.6). El primero de ellos fue en agosto, como resultado de las compras de deuda pública europea en los mercados secundarios por parte del BCE. El segundo se produjo en el último mes del año cuando el BCE anunció las operaciones extraordinarias de financiación a 36 meses.

Rentabilidades de la deuda pública a diez años

GRÁFICO 1.6



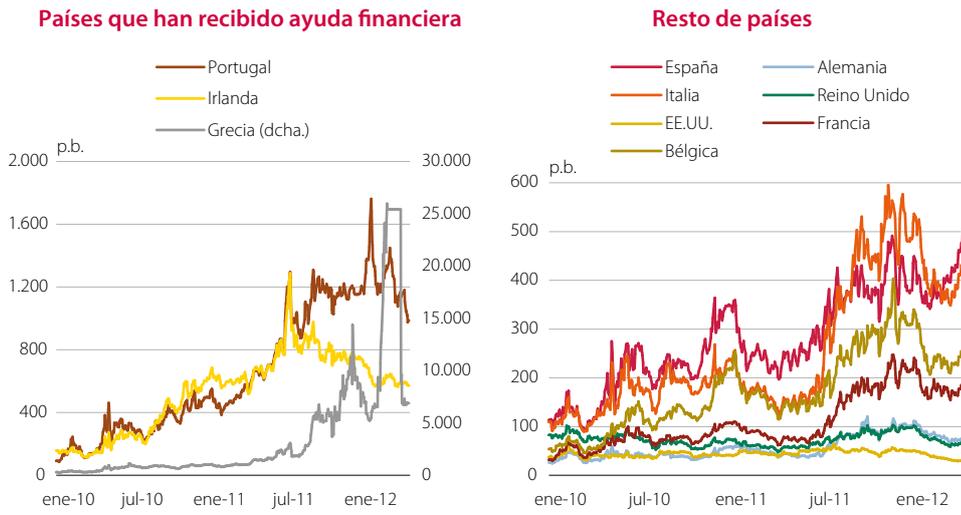
Fuente: Thomson Datastream.

Las primas de riesgo soberano de la mayoría de las economías europeas, que se habían reducido con cierta intensidad en el primer trimestre de 2011, prácticamente no dejaron de crecer desde el segundo trimestre del mismo. Como se observa en el panel derecho del gráfico 1.7, el elemento distintivo de este episodio de crisis de deuda fue la extensión de las tensiones a otras economías europeas que hasta entonces no se habían visto afectadas de forma sustancial. Este fue el caso de Italia, que desde los primeros días de abril hasta finales de diciembre mostró un incremento en la prima de riesgo soberano de 141 p.b., hasta los 485 p.b., España (incremento de 227 p.b. hasta 379 p.b. durante el mismo periodo), Bélgica (aumento de 132 p.b. hasta 309 p.b.) y Francia (aumento de 72 p.b. hasta 217 p.b.). En el primer trimestre de 2012 se produjo una cierta relajación en estas primas de riesgo que, no obstante, tendió a revertirse en abril.

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

GRÁFICO 1.7

Marco económico  
y financiero  
Entorno económico  
y financiero

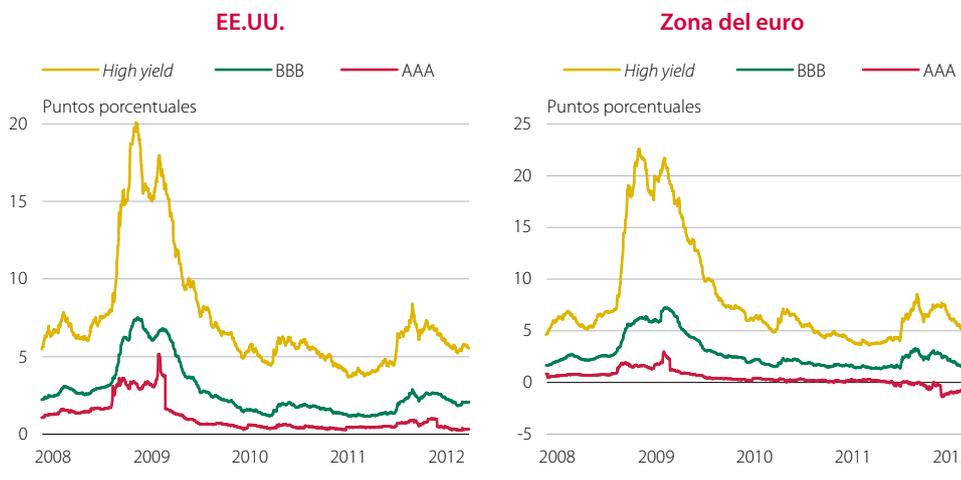


Fuente: Thomson Datastream.

El incremento de las primas de riesgo en el sector público se trasladó con intensidad a los indicadores de riesgo de la deuda corporativa tanto en la zona del euro como en EE.UU., particularmente en los segmentos de menor calidad crediticia (*high yield*). En estos últimos, la prima de riesgo alcanzó en octubre niveles que no se registraban desde 2009, aunque tendió a reducirse con posterioridad (véase gráfico 1.8).

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

GRÁFICO 1.8



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

## Las emisiones de deuda se redujeron sensiblemente en el segundo semestre de 2011

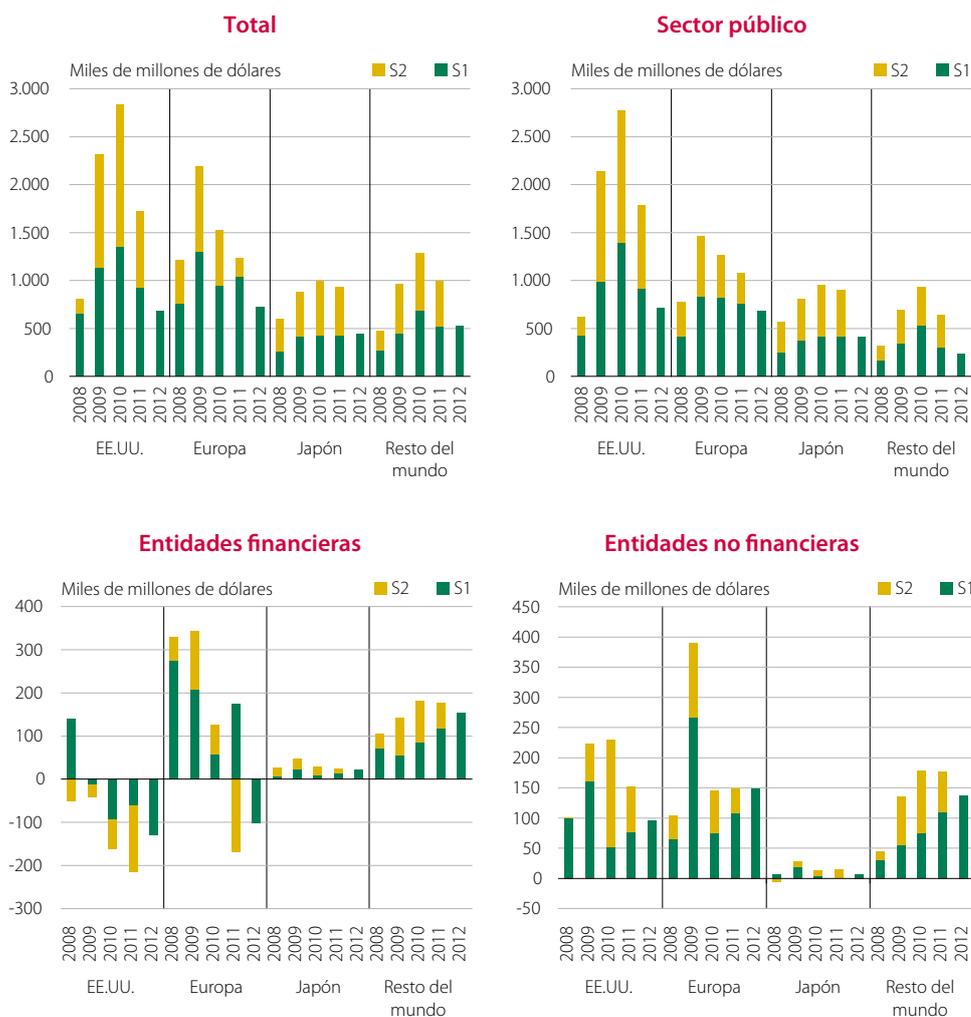
En los mercados internacionales de deuda, el volumen de emisiones netas ascendió a 4,9 billones de dólares en 2011, un 26,5% menos que en 2010. La mayor parte del descenso tuvo su origen en el retroceso de las emisiones del sector público, particularmente en EE.UU. El empeoramiento del entorno macrofinanciero a nivel global hizo que, en general, los volúmenes emitidos fueran mucho menores en el segundo

semestre del año (véase gráfico 1.9). Este impacto negativo fue particularmente intenso en la actividad emisora de las entidades financieras, tanto en Europa como en EE.UU. En el segundo semestre, el importe de las emisiones de este sector fue notablemente inferior al de los vencimientos y, de hecho, durante algunas semanas del tercer trimestre prácticamente no se registró ninguna actividad emisora. Por su parte, la emisión de deuda de las sociedades no financieras, que en el primer semestre del año había superado ampliamente los niveles de 2010 en las principales áreas económicas, también se vio afectada por la crisis de la deuda en la segunda mitad de 2011. Sin embargo, salvo en EE.UU., los volúmenes emitidos en el conjunto del año por estas sociedades fueron similares a los de 2010.

En los primeros meses de 2012, la actividad emisora internacional se ha situado en niveles algo inferiores a los de 2011 como consecuencia de la disminución de las emisiones netas efectuadas por el sector público y por las entidades financieras en EE.UU. y Europa. Por el contrario, las sociedades no financieras han mostrado un dinamismo notable en sus volúmenes de deuda emitidos en 2012 en todas las áreas geográficas.

### Emisiones netas de renta fija internacionales

GRÁFICO 1.9



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos de 2012 son hasta el 30 de abril, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

## Retrocesos en las principales bolsas, con pocas excepciones

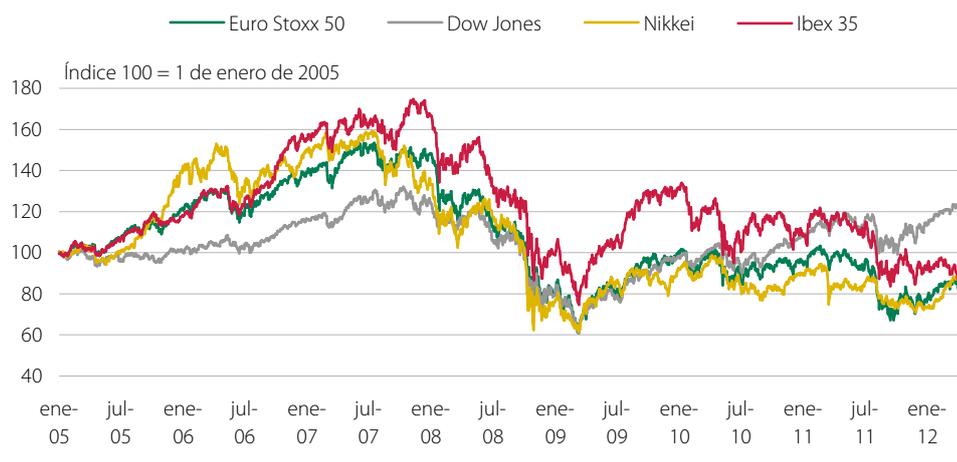
Marco económico  
y financiero  
Entorno económico  
y financiero

La mayor parte de las bolsas comenzaron el año 2011 con incrementos de los precios, en línea con las buenas perspectivas económicas que existían en esos momentos. A partir del segundo trimestre del año, el nuevo episodio de turbulencias en la zona del euro, junto con el notable empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas a escala mundial, dio lugar a caídas en las cotizaciones, que fueron más severas a lo largo del tercer trimestre. La evolución ligeramente favorable del último trimestre no fue suficiente para compensar las pérdidas acumuladas hasta entonces. Así, en el conjunto del año, todos los índices europeos de renta variable de referencia experimentaron caídas superiores al 13%, salvo el índice británico FTSE 100, que disminuyó un 5,6% (véase cuadro 1.1). Los índices de las bolsas estadounidenses mostraron un comportamiento relativo mejor (el DJIA se revalorizó un 5,5% y el Nasdaq cedió un 1,8%). En Japón, el índice Nikkei cayó más de un 17%, afectado por el terremoto de marzo.

La evolución de los índices de renta variable de las economías emergentes fue, en líneas generales, similar a la de los índices de las economías avanzadas. Así, en la primera mitad del año se observó un comportamiento muy heterogéneo entre ellos, destacando la notable revalorización de los índices de las economías de Europa del Este. En el tercer trimestre del año se produjeron caídas muy importantes de las cotizaciones en la mayoría de los índices, que se compensaron parcialmente con los avances del último trimestre. En el conjunto del año, las caídas de los índices de las principales economías emergentes fueron similares, y en algunos casos superiores, a las de los índices de las economías avanzadas. Destacaron, en este sentido, las caídas del índice argentino Merval (30,1%) y de varios índices asiáticos, incluyendo los de Taiwán (21,2%), India (25,7%) y China (21,7%).

### Evolución de los principales índices bursátiles internacionales

GRÁFICO 1.10



Fuente: Thomson Datastream.

## Los mercados de renta variable: rentabilidad

CUADRO 1.1

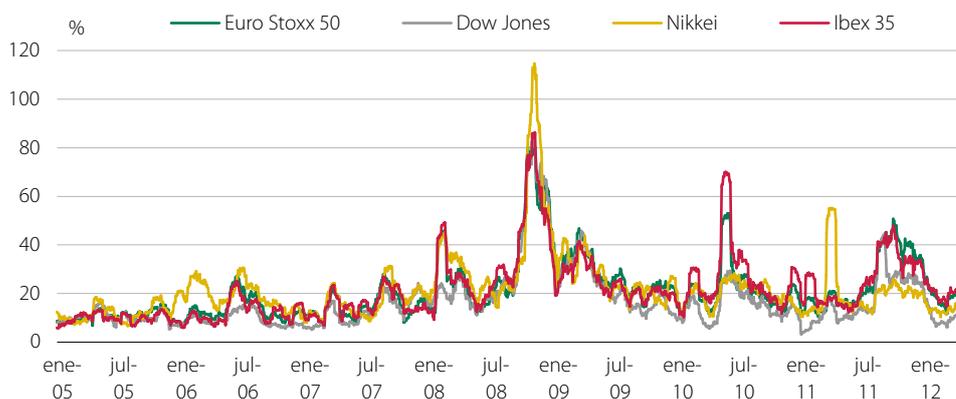
Bolsa	Índice	Variación anual <sup>1</sup> (%)				
		2007	2008	2009	2010	2011
<b>Países desarrollados</b>						
EE.UU.	Dow Jones Ind. A.	6,4	-33,8	18,8	11,0	5,5
EE.UU.	Nasdaq Composite	9,8	-40,5	43,9	16,9	-1,8
Japón	Nikkei	-11,1	-42,1	19,0	-3,0	-17,3
Reino Unido	FTSE 100	3,8	-31,3	22,1	9,0	-5,6
Zona del euro	Euro Stoxx 50	6,8	-44,4	21,1	-5,8	-17,1
Euronext	Euronext 100	3,4	-45,2	25,5	1,0	-14,2
Alemania	Dax 30	22,3	-40,4	23,8	16,1	-14,7
Italia	Mib 30	-8,0	-48,7	20,7	-8,7	-24,0
España	Ibex 35	7,3	-39,4	29,8	-17,4	-13,1
<b>Latinoamérica y Asia</b>						
Argentina	Merval	2,9	-49,8	115,0	51,8	-30,1
Brasil	Bovespa	43,7	-41,2	82,7	1,0	-18,1
Chile	IGPA	13,8	-19,6	46,9	38,2	-12,4
México	IPC	11,7	-24,2	43,5	20,0	-3,8
Perú	IGBL	36,0	-59,8	99,2	66,4	-16,7
Corea del Sur	Korea Cmp Ex	32,3	-40,7	49,7	21,9	-11,0
Hong Kong	Hang Seng	39,3	-48,3	52,0	5,3	-20,0
China	Shangai Composite	96,7	-65,4	80,0	-14,3	-21,7

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

La volatilidad de los mercados de renta variable se mantuvo, en general, en niveles reducidos a lo largo de los primeros meses de 2011, para incrementarse progresivamente en la segunda mitad del año, hasta alcanzar tasas de entre el 30% y el 40%, según el índice. Estos niveles fueron inferiores a los observados en otros momentos de turbulencias, pero sustancialmente superiores a los respectivos promedios históricos (cerca del 20%). La inestabilidad observada en los mercados de renta variable en algunos mercados europeos, entre ellos el español, provocó que, el 11 de agosto, las autoridades supervisoras de valores de Bélgica, España, Francia e Italia, bajo la coordinación de ESMA, decidieran prohibir temporalmente el establecimiento o incremento de posiciones cortas sobre los valores del sector financiero dentro de cada jurisdicción. Estas prohibiciones fueron levantadas a lo largo de febrero de 2012 (véase capítulo 2 del Informe para un mayor detalle sobre esta operativa y los efectos de su prohibición y posterior levantamiento).

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

GRÁFICO 1.11

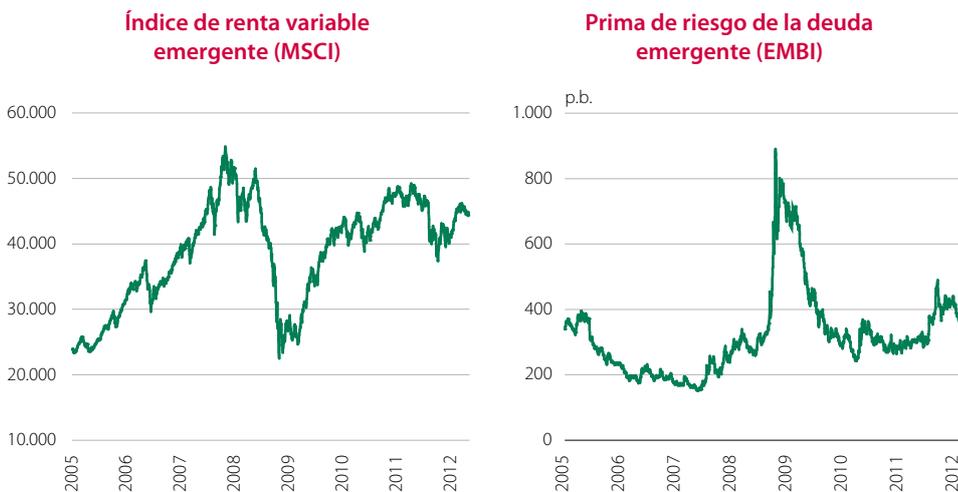


Fuente: Thomson Datastream. (1) La volatilidad histórica del índice cada día está calculada como la desviación típica de los rendimientos diarios del índice en las veinte sesiones anteriores.

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

GRÁFICO 1.12

Marco económico y financiero  
Entorno económico y financiero



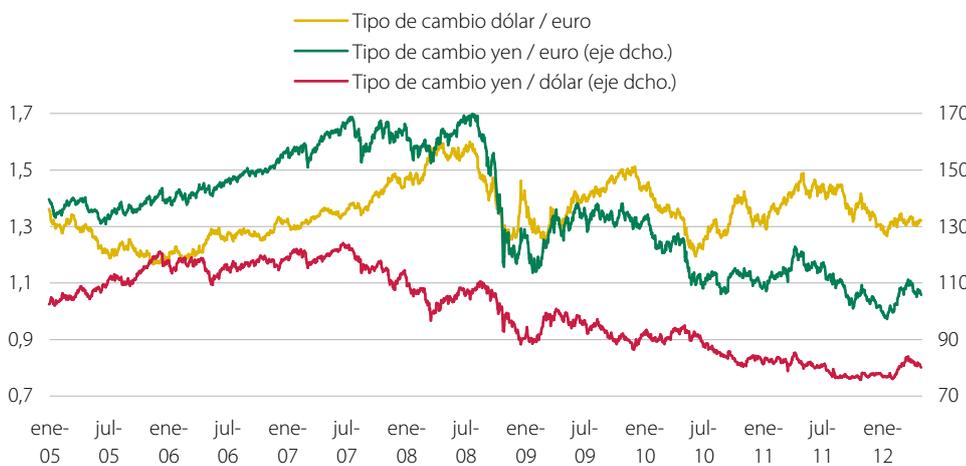
Fuente: Thomson Datastream y Bloomberg.

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

En los mercados de cambios, el euro tendió a apreciarse frente a las divisas más importantes en los primeros meses de 2011, pero se depreció con posterioridad tras la prolongación de la crisis de deuda soberana, el deterioro de las perspectivas económicas de la zona y las inyecciones de liquidez efectuadas por el BCE. Así, el tipo de cambio pasó de 1,3 dólares por euro en los primeros días del año hasta situarse cerca de 1,5 dólares por euro en mayo, para finalizar 2011 nuevamente en valores próximos a 1,3 dólares por euro. Frente al yen, el euro se apreció desde 110 yenes por euro hasta 122 yenes por euro en abril, y posteriormente cayó hasta niveles cercanos a 100 yenes por euro. Como se aprecia en el gráfico 1.13, en los primeros meses de 2012 se ha producido una cierta recuperación de la cotización de la moneda europea.

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

GRÁFICO 1.13



Fuente: Thomson Datastream.

## 1.2 Entorno económico y financiero español

### Nuevo deterioro de la actividad doméstica

El PIB español cayó tres décimas en los tres últimos meses del año con respecto al tercer trimestre, dejando el avance medio interanual durante 2011 en el 0,7%. En la zona del euro, el descenso de la actividad en el último trimestre del año fue similar al observado en España (-0,3 p.p.), pero el crecimiento medio del año se situó en el 1,5%, debido al mayor empuje de la actividad del área en los trimestres anteriores. La desaceleración de la actividad doméstica tuvo su origen en el fuerte retroceso de la demanda interna, que no pudo ser compensado por la contribución positiva del sector exterior, la cual aumentó significativamente debido al estancamiento de las importaciones de bienes y servicios. Durante el último trimestre del año se produjo una contracción simultánea de todos los componentes de la demanda interna: el consumo privado retrocedió un 1%, el consumo público un 1,1%, la inversión en equipo un 3,9% y la inversión en vivienda un 2,3%.

Desde el punto de vista de la oferta, cabe señalar el descenso del producto de las ramas industriales (-1,4%, -0,9% en el tercer trimestre), de la construcción (-1,1%, -1,0% en el tercer trimestre) y también de los servicios (-0,1%, 0,9% en el tercer trimestre). En el conjunto del año, el PIB aumentó un 1,9% en la industria y un 1,1% en los servicios, mientras que en la construcción retrocedió un 3,8%.

#### Indicadores de la economía española

CUADRO 1.2

	2007	2008	2009	2010	2011
PIB	3,6	0,9	-3,7	-0,1	0,7
Consumo privado	3,7	-0,6	-4,3	0,8	-0,1
Consumo público	5,5	5,9	3,7	0,2	-2,2
Formación bruta de capital fijo, de la que:	4,6	-4,7	-16,6	-6,3	-5,1
bienes de equipo	9,0	-2,9	-22,3	5,1	1,4
Exportaciones	6,6	-1,0	-10,4	13,5	9,0
Importaciones	8,0	-5,2	-17,2	8,9	-0,1
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	-0,9	1,5	2,8	0,9	2,5
Empleo	3,1	-0,2	-6,5	-2,6	-2,0
Tasa de paro (% población activa)	8,3	11,3	18,0	20,1	21,6
IPC armonizado	2,8	4,1	-0,2	2,0	3,1
Saldo cuenta corriente (% PIB)	-10,0	-9,6	-5,2	-4,6	-3,7
Saldo AA.PP. (% PIB)	1,9	-4,5	-11,2	-9,3	-8,5

Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad e INE. Tasas de variación anuales salvo indicación expresa en contra.

La tasa de inflación española prosiguió en la segunda mitad de 2011, y también en los primeros meses de 2012, la senda descendente que inició en la primavera del año pasado, cuando se situó cerca del 4%. Así, en marzo de 2012, la variación interanual de los precios se situaba en el 1,8% (2,3% en diciembre de 2011) como resultado de la moderación del crecimiento de los precios de la energía y, también, de otros componentes del índice que permitieron que la tasa subyacente también continuara a la

baja (1,2% en marzo). El diferencial de inflación con la zona del euro se situó en -0,8 p.p. en marzo, cuatro décimas menos que en diciembre.

Los datos correspondientes al mercado laboral confirmaron que la destrucción de empleo se mantuvo en tasas muy elevadas (2% en el conjunto de 2011), al igual que la tasa de paro, que a finales de año alcanzó el 22,8% de la población activa. Los costes laborales unitarios cayeron cerca de un 2% como consecuencia del notable avance de la productividad (2,8%), que compensó con creces el incremento de la remuneración por asalariado (0,8%).

Las cifras de ejecución presupuestaria publicadas a finales de febrero pusieron de manifiesto que el déficit conjunto de las AA.PP. ascendió al 8,5% del PIB en 2011 (9,3% en 2010). El desglose por administraciones revela que el déficit del Estado alcanzó el 5,1%, el de las CC.AA. el 2,9% y el de las corporaciones locales el 0,4%. La Seguridad Social mostró un déficit del 0,1% del PIB. Por su parte, la deuda pública se incrementó desde el 61,2% del PIB en 2010 hasta el 68,5% del PIB al cierre de 2011.

### Ligero descenso de la necesidad de financiación exterior de la economía española

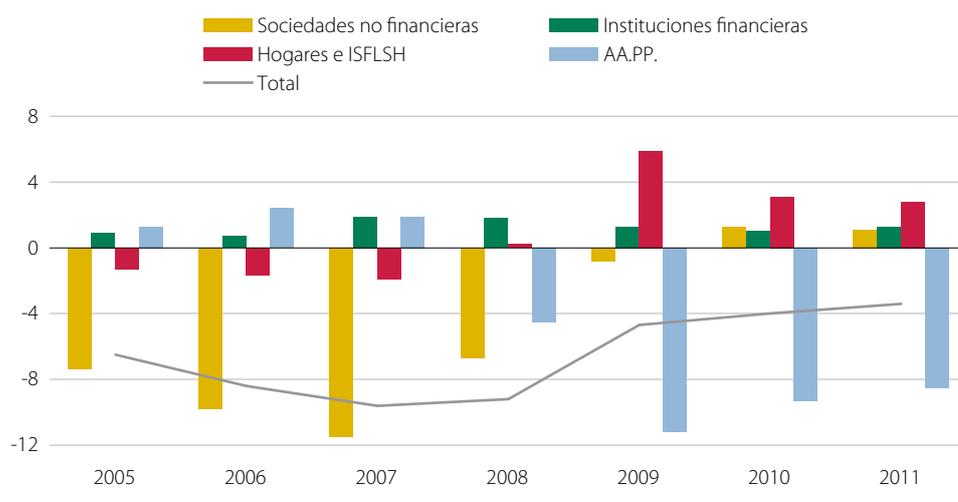
La necesidad de financiación de la economía española frente al resto del mundo descendió por tercer año consecutivo, desde el 4% del PIB en 2010 hasta el 3,4% del PIB en 2011 (véase gráfico 1.14). Por sectores, se observa que las AA.PP. continuaron concentrando las mayores necesidades de financiación, mientras que los hogares y las sociedades no financieras mostraron una capacidad de financiación neta positiva. En el caso de los hogares, su capacidad de financiación, que pasó del 3,1% del PIB en 2010 al 2,8% del PIB en 2011, estuvo ligada fundamentalmente a la contracción de sus pasivos. La capacidad de financiación de las sociedades no financieras se mantuvo relativamente estable en torno al 1% del PIB.

### La tasa de ahorro de los hogares se redujo de nuevo, pero con menos intensidad

Los indicadores de posición patrimonial de los hogares referentes al cuarto trimestre de 2011 revelan que la tasa de ahorro del sector, que a principios de 2010 había alcanzado máximos superiores al 18%, continuó descendiendo, hasta situarse por debajo del 12% de la renta disponible. Además, prosiguió la caída de la ratio de endeudamiento de los hogares, situándose en valores algo superiores al 120% de la renta bruta disponible (desde niveles ligeramente inferiores al 130% en 2010), y la reducción de su nivel de su riqueza como consecuencia de la pérdida de valor de sus activos inmobiliarios y financieros.

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

GRÁFICO 1.14



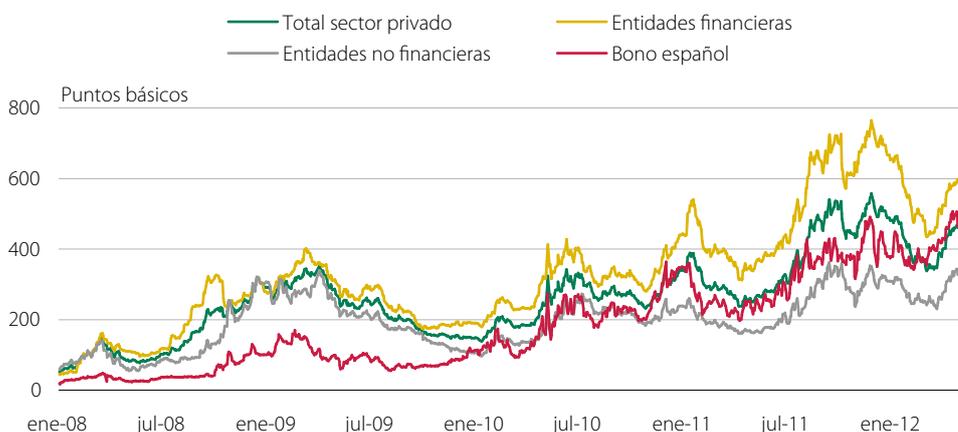
Fuente: Banco de España.

### La crisis de deuda soberana europea elevó considerablemente el riesgo de crédito del conjunto de la economía y redujo las emisiones de deuda en el segundo semestre del año

Los mercados de renta fija domésticos sufrieron de manera directa los efectos de las tensiones en los mercados de deuda soberana europea, particularmente a lo largo del segundo semestre del año. La percepción del riesgo vinculado a la deuda española, que había mejorado levemente en los primeros meses de 2011, empeoró sensiblemente en los meses posteriores. Así, tanto el diferencial de tipos de interés con respecto al bono alemán como las primas de los CDS alcanzaron máximos en noviembre cercanos a los 480 p.b. (véase gráfico 1.15). La prima de riesgo del sector privado, particularmente del financiero, también escaló hasta máximos históricos. En el primer trimestre de 2012, la percepción de riesgo se moderó, pero cambió de nuevo su tendencia en abril, manteniéndose al cierre de este informe en niveles muy elevados.

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

GRÁFICO 1.15



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

Las emisiones brutas del sector privado, donde las instituciones financieras tienen un marcado protagonismo, aumentaron de forma apreciable en el conjunto de 2011 (un 15%, hasta los 409 mil millones de euros), debido al dinamismo observado en la primera parte del año. Posteriormente, con el nuevo episodio de turbulencias en los mercados de deuda pública, las emisiones descendieron sustancialmente en la segunda mitad de año y, además, una parte sustancial de las mismas fue retenida por las entidades con el fin de utilizar estos instrumentos como garantía para obtener financiación del Eurosistema. Por su parte, las emisiones brutas de deuda de las AA.PP. aumentaron un 5,2% en 2011, hasta los 247 mil millones de euros.

### **El encarecimiento de la financiación en los mercados y la prolongación del ajuste en el sector inmobiliario dificultaron la actividad de las entidades financieras**

Las entidades de crédito españolas continúan inmersas en un proceso de reestructuración que debe facilitarles su adaptación a las nuevas condiciones imperantes en el marco de su actividad y la superación de las dificultades derivadas del incremento de la morosidad, que alcanzó el 7,6% en diciembre de 2011 y prosiguió al alza en 2012 (8,2% en febrero). Por el momento, la financiación que han obtenido estas entidades del Eurosistema les permitirá afrontar con relativa comodidad los vencimientos de deuda de los próximos dos ejercicios. Sin embargo, la debilidad de la actividad doméstica continúa presionando a la baja sobre sus resultados. De hecho, el resultado antes de impuestos de las entidades de depósito en España en el conjunto de 2011 fue negativo, por importe de 2.822 millones de euros, en contraste con los 9.837 millones de euros en beneficios obtenidos en 2010. Esta evolución negativa tiene su origen en el descenso del margen de intereses y el incremento de las pérdidas por el deterioro de los activos financieros y no financieros.

Durante el ejercicio de 2011 volvió a apreciarse una caída en la financiación dirigida a los sectores no financieros, que se habían recuperado ligeramente entre abril y diciembre de 2010. Así, en diciembre de 2011, el saldo de pasivos financieros de estos sectores caía un 2,4%, frente a un avance del 0,4% en diciembre del año anterior. La financiación proporcionada a las sociedades no financieras y a los hogares en España retrocedió un 2,3% y un 2,4%, respectivamente, mientras que en la zona del euro se producían sendos avances del 1,1% y del 1,5%. Los datos correspondientes a febrero de 2012 mostraban un mantenimiento del descenso de la financiación al sector privado de la economía, cifrado en el 2,4% en términos anuales.

Las condiciones de financiación de las entidades de crédito españolas en los mercados financieros continuaron siendo difíciles en 2011, particularmente en la segunda mitad del año. En general, tanto en España como en Europa, las entidades optaron por incrementar las emisiones en aquellos instrumentos en los que se apreciaba una mayor calidad crediticia, en particular, cédulas hipotecarias. Además, la financiación que obtuvieron las entidades financieras españolas del Eurosistema se incrementó progresivamente desde los 42 mil millones de euros en los meses de primavera de 2011 hasta los 227 mil millones en marzo de 2012, unos niveles significativamente superiores a los observados en el primer episodio de la crisis griega, en mayo de 2010. En los primeros meses de 2012 se observó un crecimiento notable de las emisiones de deuda de las entidades financieras españolas, entre las que destacó el recurso a las emisiones de deuda avaladas, que fue escasamente utilizado en 2011.

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

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras retrocedió un 32% en 2011, hasta los 21.445 millones de euros (véase cuadro 1.3). En términos relativos, el sector cuyo nivel de beneficios se vio más afectado durante el año fue el relacionado con la construcción y las actividades inmobiliarias que, tras una notable mejora en 2010, volvió a mostrar pérdidas en 2011. Los beneficios de las empresas del sector energético y de los servicios, que son las más importantes atendiendo a la importancia relativa de sus resultados, retrocedieron en 2011 un 28,9% y un 24,8%, respectivamente, hasta situarse en 10.741 y 9.454 millones de euros. Por su parte, el beneficio agregado de las empresas industriales retrocedió un 39,8% en el conjunto del año, hasta los 948 millones de euros.

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

CUADRO 1.3

Millones de euros	EBITDA <sup>2</sup>		EBIT <sup>3</sup>		Resultado ejercicio	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Energía	33.299	29.349	22.335	18.400	15.113	10.741
Industria	4.052	3.668	2.465	2.053	1.576	948
Comercio y servicios	34.166	29.569	21.352	15.510	12.579	9.454
Construcción e inmobiliario	8.138	5.667	5.670	2.682	2.208	-53
Ajustes	-163	236	-50	345	34	355
<b>Total agregado</b>	<b>79.492</b>	<b>68.489</b>	<b>51.772</b>	<b>38.990</b>	<b>31.510</b>	<b>21.445</b>

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

El endeudamiento agregado de las sociedades cotizadas no financieras experimentó un retroceso notable a lo largo de 2011, prolongando la tendencia iniciada en 2010. En concreto, el volumen total de deuda de estas entidades descendió un 6,7% en 2011, hasta situarse en 304,8 mil millones de euros, lo que contrasta con el fuerte incremento de la deuda que se produjo entre 2005 y 2009, cuando prácticamente duplicó su nivel. A pesar de ello, la ratio de apalancamiento (cociente entre las deudas y el patrimonio neto) experimentó un ligero aumento desde 1,4 a finales de 2010 hasta 1,5 a finales de 2011, debido a la reducción del patrimonio de las sociedades cotizadas. La ratio de cobertura de la deuda, medida a través del número de años necesarios para pagar la deuda si se mantuviera constante el EBITDA (resultado bruto de explotación), se incrementó desde 3,8 en 2010 hasta 4,4 en 2011, como consecuencia de la fuerte moderación de los beneficios de las entidades. Por otro lado, los indicadores de la carga financiera soportada por las sociedades cotizadas no financieras mostraron, a nivel agregado, un cierto empeoramiento a lo largo del año.

### Retroceso de las cotizaciones bursátiles

Las cotizaciones en los mercados domésticos de renta variable, que mostraron avances notables en los primeros meses de 2011, cambiaron su tendencia desde el segundo trimestre del año a medida que crecían las tensiones en los mercados de deuda soberana. Los mayores retrocesos de los precios se produjeron en el tercer trimestre del año, afectados también por el empeoramiento de las perspectivas económicas que comenzó a hacerse patente desde entonces.

En línea con el comportamiento mostrado por los índices de otras bolsas europeas y japonesas de referencia, el Ibex 35 retrocedió un 13,1% en 2011 (-17,4% en 2010). Los índices representativos de las sociedades cotizadas de pequeña (Ibex Small Cap) y mediana capitalización (Ibex Medium Cap) cayeron un 25,1% y un 20,7%, respectivamente. Los índices representativos de valores latinoamericanos (Latibex) descendieron más de un 17% en el conjunto del año. Por sectores, los mayores retrocesos tuvieron lugar en las empresas del sector inmobiliario (42,4%), telecomunicaciones (22,7%), materiales básicos (22,5%) y bancario (18,3%). Por el contrario, las empresas relacionadas con el sector de la energía se revalorizaron en promedio un 23,2% y las aseguradoras un 13,8%.

#### Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español (%) CUADRO 1.4

Índices	2007	2008	2009	2010	2011
Ibex 35	7,3	-39,4	29,8	-17,4	-13,1
Madrid	5,6	-40,6	27,2	-19,2	-14,6
Ibex Medium Cap	-10,4	-46,5	13,8	-5,6	-20,7
Ibex Small Cap	-5,4	-57,3	17,6	-18,3	-25,1
FTSE Latibex All-Share	57,8	-51,8	97,2	9,0	-23,3
FTSE Latibex Top	33,7	-44,7	79,3	9,7	-17,1
<b>Sectores<sup>1</sup></b>					
Petróleo y gas	1,8	-30,8	-20,1	0,3	23,2
Químicas	-58,4	-67,8	3,4	-60,0	-15,7
Materiales básicos	-17,2	-45,4	23,1	-5,6	-22,5
Construcción y materiales de construcción	-12,0	-51,0	25,5	-14,4	-13,0
Bienes industriales y servicios	6,9	-41,9	29,3	-1,9	-7,6
Salud	19,2	-45,0	17,7	-22,2	-0,8
Utilities	18,5	-31,0	-7,8	-14,3	-13,8
Bancos	-4,5	-47,9	46,3	-32,3	-18,3
Seguros	-13,3	-25,0	19,8	-26,8	13,8
Inmobiliaria	-42,6	-58,6	-43,8	-53,2	-42,4
Servicios financieros	-35,6	-44,3	20,8	12,8	3,5
Telecomunicaciones y medios de comunicación	26,3	-31,4	23,5	-13,4	-22,7
Consumo discrecional	-7,7	-39,2	37,0	20,6	1,4
Consumo básico	6,9	-22,5	-8,4	15,8	-12,1

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

En los primeros meses de 2012, el Ibex 35 ha retrocedido con intensidad, mientras que el resto de los índices bursátiles de referencia españoles ha mostrado un comportamiento dispar, con avances en el índice de empresas de capitalización mediana y en los índices Latibex y retrocesos en el índice de empresas de menor capitalización. El peor comportamiento relativo del mercado español de renta variable respecto a otras bolsas europeas estaría relacionado, al menos parcialmente, con el deterioro de las expectativas de crecimiento de la economía española, superior al de otras economías de nuestro entorno.

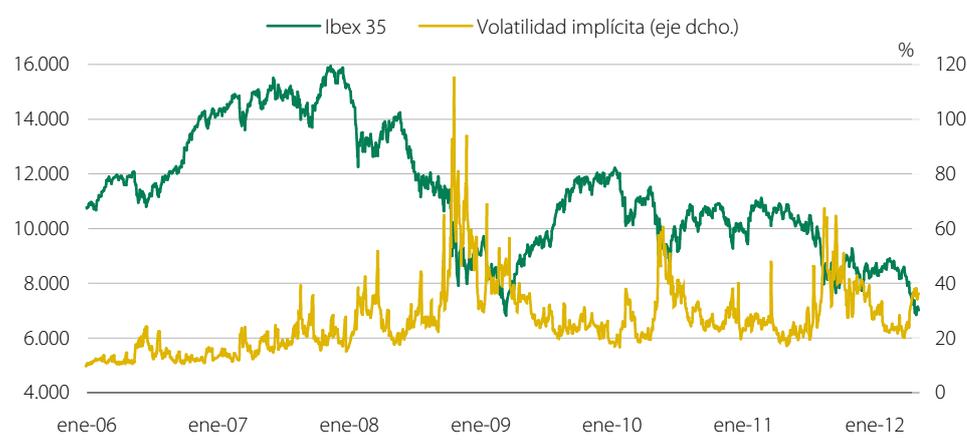
Las tensiones en los mercados de deuda soberana europea tuvieron su reflejo en la volatilidad del mercado bursátil, que creció hasta máximos cercanos al 65% en agosto de 2011 y no descendió de forma significativa hasta las últimas semanas del año,

en que alcanzó niveles próximos al 20%. A finales de abril de 2012, la volatilidad del Ibex 35 se situaba ligeramente por encima del 35%. Las condiciones de liquidez del mercado de renta variable, medidas por el diferencial *bid-ask*, que habían mejorado sensiblemente en el primer trimestre de 2011, se deterioraron sustancialmente desde los meses de verano, lo que en parte vino motivado por la restricción a las ventas en corto sobre valores financieros acordada en agosto.

La contratación en la bolsa española retrocedió un 10,6% en 2011 hasta los 917 mil millones de euros, en contraste con el avance del 17% del año precedente. Al menos una parte del descenso de la contratación en los mercados de renta variable nacional, que tendió a prolongarse en los primeros meses de 2012, se debió a la prohibición de las ventas en corto. Por su parte, las emisiones de renta variable ascendieron a 17.300 millones de euros en 2011, un 8% más que en 2010, debido a los procesos de reforzamiento de capital puestos en marcha por las entidades financieras españolas (véase el apartado 3 del capítulo 3).

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

GRÁFICO 1.16



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

### 1.3 Perspectivas del entorno económico y financiero

En enero de 2012, el FMI rebajó la previsión de crecimiento mundial para este año hasta el 3,3%, 0,7 p.p. menos que en su última previsión publicada en septiembre de 2011 y cerca de medio punto menos que el avance estimado para 2011. La revisión a la baja de las expectativas de crecimiento afectó principalmente a la zona del euro, donde el FMI rebajó su previsión en 1,6 p.p., hasta el -0,5%. También se redujo la previsión de crecimiento para las economías emergentes, concretamente en 0,7 p.p. hasta el 5,4%. En los primeros meses de este año, la publicación de diversos indicadores de actividad y de empleo favorables en todas las áreas económicas de referencia dio lugar, en abril, a una leve revisión al alza del crecimiento mundial previsto para 2012 (+0,2 p.p. hasta el 3,5%) y para 2013 (+0,1 p.p. hasta el 4,1%). La mejoría del panorama macroeconómico internacional se produjo tanto en la mayoría de las economías avanzadas como en las emergentes.

Con todo, el grado de incertidumbre que rodea este escenario de previsiones es muy elevado. Los principales riesgos a la baja se derivan de la necesidad de mantener el compromiso para avanzar en el necesario proceso de consolidación de las finanzas

públicas a medio plazo, tanto en Europa como en EE.UU. y en Japón, en un entorno de bajo crecimiento y debilidad de la demanda privada; de la posibilidad de nuevos episodios de retroalimentación entre las perturbaciones en algunos mercados de deuda europea y las condiciones de financiación del sector financiero en la zona; y de la posible intensificación de los riesgos geopolíticos en los países productores de crudo en el futuro próximo.

Marco económico  
y financiero  
Entorno económico  
y financiero

En cuanto a la economía española, las previsiones más recientes apuntan a un retroceso de la actividad en 2012 que podría oscilar entre el 1% que pronostica la Comisión Europea y el 1,8% que prevé el FMI. Estas perspectivas para la economía española, que, junto con la italiana, es la que previsiblemente mostrará un peor comportamiento entre las economías avanzadas de mayor tamaño, son el reflejo no solo del mayor impacto relativo de la crisis de deuda soberana en nuestro país, sino también de algunos elementos de carácter idiosincrático como la marcada debilidad del mercado laboral español, el efecto contractivo que producirá el necesario proceso de ajuste de las finanzas públicas en marcha y el elevado grado de endeudamiento medio de las familias y empresas españolas. Las reformas implementadas en los ámbitos financiero, laboral y fiscal deberían ayudar a la economía española a retomar la senda de crecimiento a medio plazo, aunque a corto plazo no es descartable que los ajustes en marcha produzcan algún efecto contractivo.



## 2 Las restricciones de la CNMV a las ventas en corto en el sector financiero

En agosto de 2011, bajo la coordinación de ESMA, varias autoridades supervisoras europeas, entre ellas la CNMV, anunciaron la prohibición cautelar de establecer o aumentar las posiciones cortas sobre acciones de entidades financieras. Esta medida extraordinaria se adoptó en un entorno de elevada incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros, que vino marcado por un nuevo episodio de tensionamiento en los mercados de deuda soberana de varios países del área del euro. En ese contexto, las cotizaciones de muchas entidades financieras europeas sufrieron fuertes ajustes, que en algunos casos pudieron estar motivados, al menos en parte, por la diseminación de rumores. Al mismo tiempo, los indicadores de solvencia de muchas entidades financieras registraron un fuerte deterioro, dificultando su acceso a la financiación y aumentando la vulnerabilidad de un sector de importancia sistémica cuya naturaleza le hace especialmente sensible a cambios en el sentimiento inversor. Bajo estas condiciones, de una complejidad excepcional, las restricciones a la operativa en corto sobre valores financieros perseguían preservar la estabilidad y el ordenado funcionamiento de los mercados.

En este capítulo se analizan en detalle varias de las dimensiones más relevantes en torno a esta medida extraordinaria. En primer lugar, se documenta el súbito empeoramiento del escenario macrofinanciero que se produjo en varios países del área del euro a partir de julio del año pasado y, a continuación, se analizan las condiciones bajo las cuales una restricción a las ventas en corto puede contribuir a preservar la estabilidad financiera. Estas condiciones generales son, básicamente, dos: que los precios de las acciones no reflejen su valor fundamental, por ejemplo, por la difusión generalizada de rumores y noticias falsas, y que las fluctuaciones en dichos precios puedan llegar a afectar, de forma sustancial, la percepción de solvencia de las entidades.

A efectos de estimar, de manera aproximada, el posible efecto estabilizador sobre los mercados producido por la prohibición, se presenta evidencia empírica que revela una relación de causalidad positiva de las posiciones cortas sobre los indicadores de riesgo de crédito de las entidades financieras españolas de tamaño medio en las semanas anteriores a la prohibición, que se desvanece tras la misma. Esta evidencia, por tanto, sugiere que la restricción a las ventas en corto pudo tener un cierto efecto estabilizador en el caso de estas entidades que, sin embargo, no se detecta en el caso de los grandes bancos. El efecto estabilizador sobre las entidades medianas se refleja no solo en los indicadores de riesgo de crédito, sino también en la volatilidad de los precios de las acciones de estas compañías, que se redujo significativamente tras la prohibición. Con todo, el efecto mitigador de la prohibición sobre estos precios y volatilidades perdió intensidad unos días después de su aplicación.

No obstante, el impacto estabilizador de la restricción a las ventas en corto vino de la mano de un descenso significativo y persistente en la liquidez de las acciones de las entidades de tamaño medio y en el volumen de negociación de estos valores en

el mercado bursátil. Estos resultados, que están en línea con los estimados para otros países europeos que también aplicaron esta restricción, muestran que los posibles beneficios de una medida de este tipo, en términos de su efecto estabilizador en las condiciones financieras de algunas entidades de crédito, conllevan costes importantes en términos de la calidad de funcionamiento del mercado, que no pueden ser infravalorados.

Por este motivo una medida extraordinaria como la analizada aquí solo está justificada si se introduce de manera temporal y en circunstancias muy extremas, con riesgos significativos para la estabilidad del sistema financiero en conjunto. Otra conclusión central es la relativa al papel de la coordinación internacional a la hora de aplicar medidas extraordinarias de esta naturaleza, especialmente, cuando las mismas responden a un deterioro generalizado del entorno macrofinanciero en un área económica, como la Unión Europea, con un elevado grado de integración financiera y con múltiples y estrechos vínculos entre sus entidades y mercados. La coordinación entre distintas autoridades en este ámbito no es solo crucial para asegurar la efectividad de una medida de este tipo, sino que también es un requisito para preservar las condiciones de competencia equilibrada entre los distintos mercados de valores.

## 2.1 El contexto macrofinanciero de la restricción

El 11 de agosto de 2011, ESMA hizo público un comunicado a favor de una acción regulatoria armonizada a nivel de la Unión Europea en el ámbito de las ventas en corto de acciones. En un contexto de elevada volatilidad de los mercados financieros, ESMA recordaba con especial énfasis la prohibición establecida en la Directiva de Abuso de Mercado respecto a la diseminación de información que pudiera dar lugar a señales falsas o engañosas referidas a instrumentos financieros, incluyendo rumores y noticias no veraces. Al mismo tiempo, la autoridad supervisora alertaba del carácter abusivo de la operativa de venta de acciones en corto cuando esta se efectúa como parte de una estrategia que conlleve la diseminación de rumores y noticias falsas<sup>1</sup>. Sobre la base de este argumento, ESMA justificaba su apoyo a los supervisores nacionales de valores de Bélgica, España, Italia y Francia que, en esa misma fecha, bajo la coordinación de la propia ESMA, anunciaron la inminente entrada en vigor de restricciones a la operativa en corto sobre acciones pertenecientes a compañías financieras.

Por su parte, la CNMV, en su comunicado del 11 de agosto señalaba asimismo la situación de extrema volatilidad que atravesaban en aquellos momentos los mercados de valores europeos, y en especial las cotizaciones de acciones de entidades financieras, como una amenaza material para la estabilidad de los mercados y su ordenado funcionamiento. Así, el mantenimiento de la estabilidad financiera motivó la decisión de prohibir temporalmente la constitución o ampliación de posicio-

---

1 La presencia en el mercado de insistentes rumores en los días que precedieron al comunicado de ESMA acerca de la supuesta fragilidad de algunas instituciones financieras europeas fue especialmente intensa en relación a varios bancos franceses (véase, por ejemplo, el artículo *Panic in Paris*, en *The Economist*, 20 de agosto de 2011). Así, el 10 de agosto, las acciones de Société Générale llegaron por momentos a perder el 20% de su valor, para cerrar la sesión con una caída del 15%, que fue del 9,5% y el 12% en el caso de BNP Paribas y Crédit Agricole, respectivamente. El Banco de Francia emitió un comunicado al día siguiente en el que se subrayaba la buena salud financiera de esas entidades (disponible en: [http://www.banque-france.fr/uploads/tx\\_bdfgrandesdates/press-release-Noyer-11-08-2011.pdf](http://www.banque-france.fr/uploads/tx_bdfgrandesdates/press-release-Noyer-11-08-2011.pdf)).

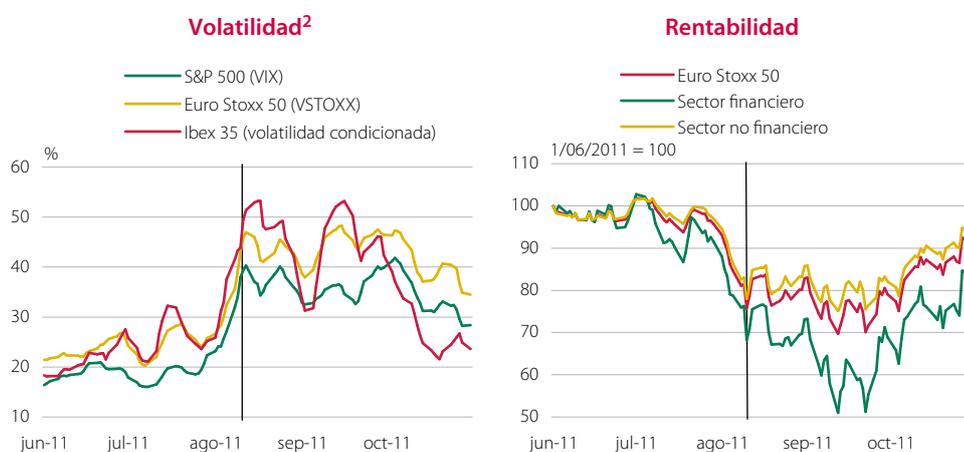
nes cortas sobre las acciones o cuotas participativas de 16 empresas del sector financiero español<sup>2</sup>.

Esta prohibición cautelar se adoptó en un entorno de deterioro muy acusado de los principales indicadores de estabilidad financiera tanto a nivel global como europeo y, también, doméstico, a partir de la tercera semana de julio de 2011. La intensidad de este deterioro se hizo especialmente patente en la fuerte subida que registraron a partir de ese momento los indicadores de volatilidad de los principales índices bursátiles de referencia, tendencia a la que no fue ajeno el mercado español (véase panel izquierdo del gráfico 2.1). En los mercados del área del euro, el aumento en la volatilidad vino acompañado de fuertes descensos en las cotizaciones, que fueron especialmente acusados en el caso de los valores financieros (véase panel derecho del gráfico 2.1).

**Marco económico y financiero**  
Las restricciones de la CNMV a las ventas en corto en el sector financiero

**Evolución de los mercados bursátiles en EE.UU. y la zona del euro<sup>1</sup>**

GRÁFICO 2.1



Fuente: CNMV y Thomson Datastream. Datos hasta el 31 de octubre de 2011. (1) La línea vertical representada en ambos paneles hace referencia a la fecha de la prohibición en España (12 de agosto de 2011). (2) Medias móviles de las últimas cinco sesiones hábiles.

Aunque las causas de este episodio de elevada volatilidad son diversas, algunos problemas en la gestión de las finanzas públicas a ambos lados del Atlántico aparecen como posibles detonantes directos. Así, por un lado, la tardanza para alcanzar un acuerdo político sobre la ampliación del límite superior para la deuda pública en EE.UU. provocó un aumento considerable en la incertidumbre presente en los mercados financieros de todo el mundo. Esta circunstancia dio lugar incluso, el 5 de agosto, a una rebaja de la calificación crediticia de la deuda soberana estadounidense. Sin embargo, para los mercados españoles, posiblemente, resultó la falta de un acuerdo en el Consejo Europeo, celebrado el 21 de julio de 2011, convenientemente articulado y respaldado con recursos suficientes para garantizar la viabilidad de las finanzas públicas griegas. En efecto, pocas jornadas después de la celebración de ese Consejo, los indicadores de riesgo soberano de Grecia aumentaron vertiginosamente hasta alcanzar niveles, hasta ese momento, de máximos históricos (véase panel derecho del gráfico 2.2).

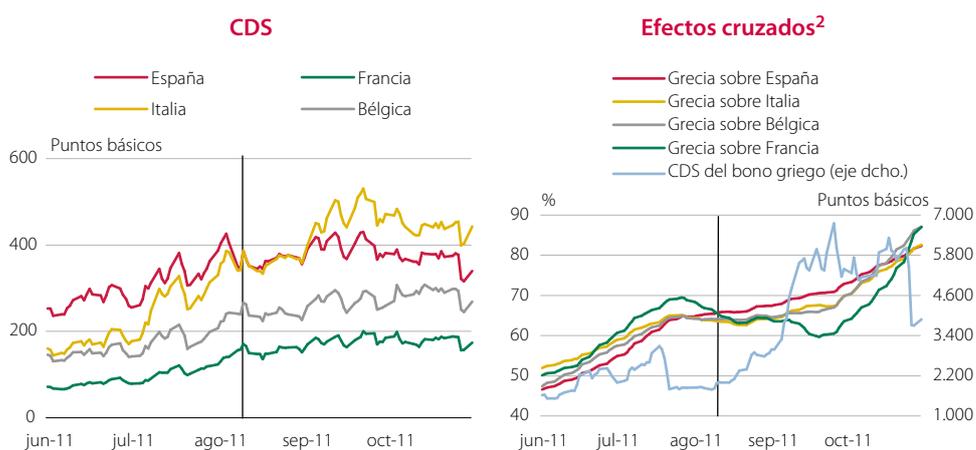
2 El comunicado de la CNMV, con el listado completo de instituciones afectadas por la medida, está disponible en <http://www.cnmv.es>.

Al igual que en fases anteriores de crisis en los mercados de deuda soberana europeos, los problemas con la deuda pública griega tuvieron un eco importante en otras economías de la región. Sin embargo, en esta ocasión el alcance fue mayor que en episodios anteriores, como también lo fue su intensidad. De hecho, a partir de julio de 2011, algunos países de la UEM que habían resistido bien las crisis anteriores de deuda pública europea, como Italia, España, Bélgica y Francia, comenzaron a sufrir presiones crecientes sobre sus bonos soberanos y también se alcanzaron cifras de máximos históricos, hasta ese momento, en las primas de los CDS soberanos (véase panel izquierdo del gráfico 2.2).

Por otro lado, al verse afectadas esta vez varias de las economías más grandes de la región, la percepción de riesgo sistémico aumentó sensiblemente con respecto a episodios similares anteriores. Por ejemplo, los indicadores de efectos cruzados entre los CDS soberanos europeos señalaban en esos momentos un crecimiento muy acusado del CDS griego como factor común de riesgo en los mercados de deuda pública (véase panel derecho del gráfico 2.2). Este factor común, dada la importancia macroeconómica de los mercados de deuda soberana en la compleja coyuntura reciente, puede entenderse como un reflejo del riesgo sistémico producido por el efecto contagio procedente de la deuda griega. En particular, en el caso de los cuatro países del área del euro que adoptaron la prohibición sobre ventas en corto el 11 de agosto, estos indicadores alcanzaron su máximo valor histórico registrado hasta entonces en torno a la primera semana de ese mes. Por ejemplo, en esos momentos, en el caso concreto de España, cerca de un 65% de las variaciones no predecibles de la prima del CDS soberano podía explicarse, de acuerdo con este indicador, como el resultado de *shocks* en el riesgo de crédito de Grecia, que en esos momentos crecía a tasas muy elevadas. Así, los aumentos en el riesgo de crédito griego, bien por su efecto directo sobre otros países (contagio puro) o porque el CDS griego capturase con mayor prontitud el efecto de algún otro factor de riesgo sistémico, tenían en esas fechas un poder explicativo muy potente sobre los fuertes repuntes en el riesgo de crédito soberano de otras economías europeas.

Primas de riesgo y efectos cruzados entre riesgos soberanos<sup>1</sup>

GRÁFICO 2.2

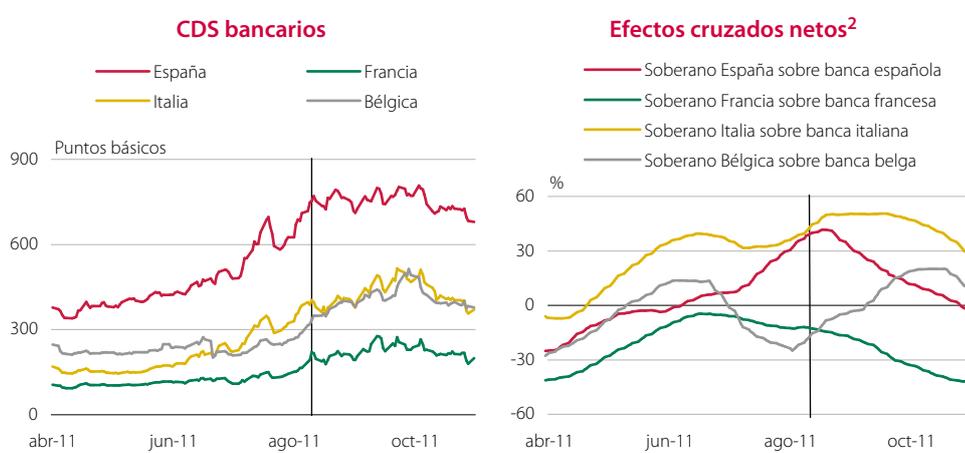


Fuente: CNMV y Credit Market Analysis (CMA). Datos hasta el 31 de octubre de 2011. (1) La línea vertical representada en ambos paneles hace referencia a la fecha de la prohibición en España (12 de agosto de 2011). (2) Este indicador muestra el porcentaje de variación de las primas de CDS de cada país que no se debe a la información histórica, sino a los *shocks* contemporáneos en el riesgo de crédito de Grecia. El indicador toma valores más elevados conforme aumenta la intensidad del efecto que producen los *shocks* específicos en el CDS griego. El valor del indicador de efectos cruzados un día dado se estima a partir de la información disponible en los cien días anteriores. Adicionalmente, la serie se suaviza mediante una media móvil de treinta días (véase el primer capítulo del Boletín Trimestral de la CNMV del primer trimestre de 2011 para un mayor detalle sobre los aspectos metodológicos relativos a la elaboración de estos índices).

Tal y como se viene observando desde el comienzo de la actual crisis financiera, los estrechos vínculos establecidos, implícita o explícitamente, entre el sector público y el sector financiero facilitaron la rápida traslación de las tensiones registradas en los mercados de deuda pública a los principales mercados de financiación mayorista. Este fue el caso del mercado interbancario, donde se registró un notable aumento en los diferenciales entre los tipos aplicados a operaciones sin activos de garantía y con ellos (véase panel izquierdo del gráfico 2.1o). Al mismo tiempo, se produjo una contracción muy severa en las exposiciones de los grandes fondos monetarios estadounidenses a la banca europea. Por ejemplo, entre mayo y agosto de 2011 la exposición de estas instituciones frente a entidades europeas se redujo en unos 100 mil millones de dólares, lo que supone un 27% de la inversión inicial<sup>3</sup>.

### Primas de riesgo bancario y efectos cruzados entre riesgo soberano y financiero<sup>1</sup>

GRÁFICO 2.3



Fuente: CNMV y CMA. Datos hasta el 31 de octubre de 2011. (1) La línea vertical representada en ambos paneles hace referencia a la fecha de la prohibición en España (12 de agosto de 2011). (2) Este indicador muestra la diferencia entre el porcentaje de la variación de los índices de CDS correspondientes al sector bancario que no es debida a la información histórica de los CDS bancarios, sino a los *shocks* contemporáneos en los riesgos de crédito soberano, y la variación opuesta, esto es, la que captura el efecto sobre el riesgo soberano de los *shocks* en el riesgo financiero. El indicador toma valores positivos cuando el efecto de los *shocks* en el nivel de riesgo de crédito soberano sobre la medida de riesgo financiero es superior al efecto contrario. Los índices de CDS bancarios para cada país se obtienen como la media de los principales bancos de cada uno de ellos. El valor del indicador de efectos cruzados un día dado se estima a partir de la información disponible en los sesenta días anteriores. Adicionalmente, la serie se suaviza mediante una media móvil de treinta días.

El agravamiento de la crisis griega, y su fuerte efecto de contagio sobre los mercados de la deuda pública de otras economías de la zona, provocó asimismo un aumento sustancial en los indicadores de riesgo de crédito de las entidades financieras europeas (véase panel izquierdo del gráfico 2.3). Este repunte en el riesgo del sector financiero coincidió con un movimiento al alza importante de los indicadores de efectos cruzados entre los CDS soberanos y los CDS del sector financiero en Italia y España, cuyos indicadores de riesgo soberano mostraban en esos momentos un mayor deterioro, en términos absolutos (véase panel derecho del gráfico 2.3).

3 Este porcentaje alcanzó el 34% en el caso de la exposición a entidades francesas, que eran las entidades europeas más dependientes de esta fuente de financiación. La mayor parte de esta retirada de fondos se produjo a partir de julio. De hecho, entre julio y septiembre los fondos monetarios estadounidenses retiraron más de la mitad de sus inversiones en entidades francesas. Véase Fitch Ratings (2011), U.S. *Money Funds and European Banks: French Exposure Down*, Macro Credit Research.

Esta última observación pone de relieve dos aspectos fundamentales del contexto en el que varias autoridades supervisoras europeas adoptaron la prohibición sobre las ventas en corto: por un lado, la naturaleza macroeconómica del extraordinario nivel de riesgo e incertidumbre que aquejaba a una parte importante del sector financiero europeo; por otro lado, la potencial intensidad de los canales de contagio entre distintos mercados y entidades, sobre los cuales el conocimiento disponible es limitado. De hecho, tal y como se señala a continuación, no es descartable que en situaciones de intensa volatilidad agregada, las propias expectativas de los agentes amplifiquen esos canales de contagio, dando lugar incluso a círculos viciosos autoalimentados con base en expectativas negativas que no se corresponden con un deterioro proporcional en los fundamentales.

## 2.2 Estabilidad financiera y ventas en corto: consideraciones conceptuales

En un contexto como el descrito anteriormente, con un elevado grado de incertidumbre macroeconómica y financiera, cabe esperar un aumento en las posiciones cortas sobre acciones de instituciones financieras. En efecto, hay varios canales a través de los cuales un repunte en el nivel de riesgo agregado y en la volatilidad de los mercados empeora las perspectivas de beneficios presentes y futuros del sector financiero. Por ejemplo, un deterioro en el valor de las carteras de deuda pública, típicamente, afectará negativamente al patrimonio de las entidades financieras, por tratarse de inversores importantes en ese tipo de activos. También, el hecho de que muchos Gobiernos, en especial, en el contexto de la actual crisis, apoyen implícita o explícitamente al sector financiero doméstico mediante avales, líneas de liquidez, etc. puede dar lugar a una traslación de las tensiones en los mercados de deuda soberana a las cotizaciones de las entidades de crédito. Por otro lado, un empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas, como resultado, por ejemplo, del endurecimiento en las condiciones de financiación del conjunto de la economía, normalmente también dará lugar a unas peores expectativas de la evolución del volumen de negocio y de la calidad de los activos crediticios, afectando negativamente a la cotización de las entidades bancarias.

En condiciones normales, de hecho, es difícil refutar los efectos positivos que tienen las ventas en corto sobre la liquidez, la eficiencia e incluso la estabilidad de los mercados de acciones. Así, por un lado, al aumentar la diversidad de opiniones y posiciones inversoras, las ventas en corto amplían el conjunto posible de transacciones realizables en el mercado (mayor liquidez) y enriquecen el contenido informativo de los precios (mayor eficiencia informativa)<sup>4</sup>. Por otro lado, en ausencia de este tipo de operativa, es concebible que las opiniones más pesimistas acerca de la evolución futura de un valor tarden más en incorporarse a los precios, lo que puede facilitar una cierta sobrevaloración en el mercado que, a su vez, puede afectar negativamente a su estabilidad<sup>5</sup>.

---

4 D. Diamond y R. Verrecchia (1987), «Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information», en *Journal of Financial Economics*, vol. 18, pp. 277-311, muestran, en el contexto de un modelo teórico, cómo las restricciones a las operaciones en corto implican, en la práctica, la expulsión del mercado de determinados inversores, trayendo así información y liquidez al mercado.

5 Este argumento fue desarrollado originalmente en los artículos de Miller (1977, «Risk, uncertainty, and divergence of opinion», en *Journal of Finance*, vol. 32, pp. 1151-1168) y Harrison y Kreps (1978, «Speculative investor behaviour in a stock market with heterogeneous expectations», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 92, pp. 323-336). Con posterioridad, Abreu y Brunnermeier (2003, «Bubbles and crashes», en *Econometrica*, vol. 71, pp. 173-204), Hong y Stein (2003, «Differences of opinion, short-sales constraints,

Sin embargo, no es descartable que bajo determinadas circunstancias el aumento en las posiciones cortas sobre el sector financiero pueda, a su vez, amplificar posibles perturbaciones que afecten a este sector. En ese caso, restringir este tipo de operativa podría favorecer la estabilidad de algunas entidades financieras. La literatura en torno a este asunto ha identificado, típicamente, dos condiciones generales bajo las cuales las restricciones a las ventas en corto pueden representar una herramienta potencialmente útil para preservar la estabilidad financiera. Estas dos condiciones se analizan a continuación<sup>6</sup>.

*Componentes no fundamentales en los precios de las acciones.* La primera de estas condiciones es que las ventas en corto estén motivadas, de manera significativa, por algún factor ajeno a los determinantes fundamentales de la acción de la compañía en cuestión. De hecho, si la toma de posiciones cortas es debida exclusivamente a una percepción de empeoramiento en los fundamentales de la compañía, limitar estas posiciones equivaldría a intentar aumentar artificialmente la demanda neta de los títulos, imponiendo así una forma de sobrevaloración de los mismos, muy posiblemente incompatible con un objetivo de estabilidad financiera. Entre los factores no fundamentales más plausibles que pueden aparecer ligados a la toma de posiciones cortas destacan dos: la utilización interesada de rumores acerca del valor de una acción y la posibilidad de equilibrios múltiples o profecías autocumplidas.

En el primer caso, la presencia en el precio de la acción de un elemento ajeno a sus fundamentales, inducido de forma interesada por el agente generador del rumor, dificulta la correcta valoración de la compañía por parte del resto de inversores. Bajo condiciones muy generales de racionalidad inversora, estos últimos tenderán a reducir su demanda por el incremento espurio en el nivel de riesgo del valor y por la propia percepción de posibles prácticas abusivas por la parte generadora del rumor<sup>7</sup>.

El segundo caso, referido a la posibilidad de equilibrios múltiples, normalmente solo es relevante si el mercado opera bajo determinadas fricciones que hacen que el precio de una acción no dependa únicamente de sus fundamentales en sentido estricto, esto es, del valor descontado de los beneficios futuros. Este puede ser el caso de mercados poco líquidos en los que los precios incorporen una prima de iliquidez cuyo comportamiento no tiene por qué guardar una relación directa y estable con los fundamentales. Así, cuando el grado de liquidez de un valor es reducido, la sola expectativa de un aumento en las posiciones vendedoras puede incrementar de forma autónoma la presión vendedora a través de la anticipación de una reducción

---

and market crashes», en *Review of Financial Studies*, vol. 16, pp. 487-525) y Scheinkman y Xiong (2003, «Overconfidence and speculative bubbles», en *Journal of Political Economy*, vol. 111, pp. 1183-1219) han subrayado también el papel que pueden jugar las restricciones a las ventas en corto como un posible factor que favorece la sobrevaloración de las cotizaciones.

6 Los vínculos entre las ventas en corto de acciones correspondientes a entidades financieras y la estabilidad de estas entidades han sido explorados recientemente, desde un punto de vista teórico, por Liu (2010, *Predatory short-selling and self-fulfilling crises*, Documento de trabajo, Hong Kong University of Science and Technology) y Venter (2011 *Short-sale constraints and credit runs*, Documento de trabajo, Copenhagen Business School).

7 A. Shkillo, B. Van Ness y R. Van Ness (2009, *Aggressive short selling and price reversals*, Documento de Trabajo, Wilfrid Laurier University, School of Business and Economics) analizan los efectos de las ventas en corto sobre la liquidez intradía y observan que las posiciones cortas tienen efectos desestabilizadores sobre los precios, que estos autores atribuyen a posibles conductas manipuladoras. Por su parte, I. Goldstein y A. Guembel (2008, «Manipulation and the allocation role of prices», en *Review of Economic Studies*, vol. 75, pp. 133-164) estudian los vínculos entre manipulación de mercado, ventas en corto y decisiones de inversión subóptimas por parte de las compañías.

adicional de su liquidez y, de este modo, desencadenar una caída en el precio de la acción<sup>8</sup>. Por otro lado, tampoco es descartable que ciertos comportamientos puntuales de algunos inversores, como miedos o manías, den lugar a actitudes gregarias en sus decisiones, alimentando pánicos y provocando ajustes bruscos en las valoraciones de algún título.

*Correlación entre precio de las acciones y fortaleza financiera de la compañía.* Asumiendo que la primera condición anterior se cumple, esto es, que las ventas en corto sobre un valor no obedecen únicamente a un empeoramiento en sus fundamentales, para que esta práctica plantee algún peligro para la estabilidad de la compañía afectada la consiguiente caída en el valor de la acción debe afectar de manera significativa a la fortaleza financiera del emisor. En tiempos normales, en general, es difícil que esta condición se satisfaga, en la medida en que, por ejemplo, las fluctuaciones moderadas del valor de la acción de una compañía no suelen tener un impacto apreciable en la percepción del riesgo de crédito de la entidad<sup>9</sup>. Sin embargo, en situaciones de elevada volatilidad e incertidumbre no es descartable que ajustes bruscos en la valoración de una entidad puedan provocar un empeoramiento en sus condiciones de financiación, incluyendo aquellas relativas a otros mercados distintos del de acciones. Esta última circunstancia se produce, por ejemplo, cuando los prestamistas de una compañía infieren un empeoramiento de las condiciones de solvencia de la misma a partir de movimientos adversos en la cotización de sus acciones y, como consecuencia, actúan endureciendo las condiciones de sus préstamos o, en el caso más extremo, retirando su financiación a la empresa afectada.

De lo anterior, se puede colegir que una restricción a las ventas en corto podría estar justificada bajo las dos condiciones descritas aquí, especialmente cuando el sector afectado por esta práctica es el financiero, por su importancia sistémica dentro de cualquier economía y por su elevado grado de dependencia, muy recurrente, de la financiación ajena<sup>10</sup>.

Sin embargo, resulta claro que no existen mecanismos de identificación instantánea e infalible que permitan concluir que se cumplen las anteriores condiciones bajo las cuales una restricción a las ventas en corto sobre valores financieros es deseable para mantener la estabilidad financiera. En algunos casos, un nivel extraordinario de volatilidad en los mercados, con correcciones súbitas en las cotizaciones, puede ser indicativo de operaciones de manipulación, como en el supuesto de diseminación de rumores falsos. En otros casos, un nivel anormalmente alto de volatilidad puede reflejar movimientos debidos exclusivamente a cambios, racionales o no, en las expectativas de los inversores. Pero, en general, distinguir estas situaciones anteriores frente a ajustes en los precios de un título debidos a cambios en sus fundamentales es extremadamente complejo en la práctica. Por otro lado, incluso *ex post*, normalmente no es posible evaluar con exactitud los benefi-

---

8 Véase Brunnermeier, M. y Pedersen, L. (2005), «Predatory Trading», en *Journal of Finance*, vol. 60 (4), pp. 1825-1863.

9 Por ejemplo, la agencia de rating Standard & Poor's (2008, *How stock prices can affect an issuer's credit rating*, disponible en: <http://www.standardandpoors.com>) señala que en sus evaluaciones del riesgo de crédito, a pesar de tener en cuenta la evolución del precio del emisor, este dato no es primordial a la hora de elaborar sus *ratings*.

10 Continuando con el ejemplo anterior, Standard & Poor's argumenta que existen compañías cuya posición financiera es especialmente sensible a los precios de sus acciones por el hecho de depender en mayor medida que otras de la confianza de los inversores, entre las que incluye a las entidades financieras por sus necesidades de apelar con frecuencia a los mercados financieros.

cios y costes relativos de prohibir las ventas en corto frente a la alternativa de permitir esta operativa<sup>11</sup>.

Teniendo presentes las limitaciones anteriores, en las dos siguientes secciones de este capítulo se ofrecen diversas estimaciones del impacto de la prohibición sobre algunas medidas de riesgo de crédito de las entidades financieras españolas afectadas por la misma, como variable indicativa de su fortaleza financiera (sección 3), y de sus efectos sobre algunas de las principales magnitudes relativas al funcionamiento del mercado bursátil, incluyendo la liquidez, la volatilidad de los valores negociados en él y la eficiencia informativa de los precios (sección 4).

### **2.3 Los efectos de la prohibición sobre el riesgo de crédito de las entidades financieras**

El panel izquierdo del gráfico 2.4 muestra los datos sobre posiciones cortas comunicadas a la CNMV<sup>12</sup>, expresadas como la media (no ponderada) del porcentaje del capital de las compañías cotizadas en el mercado continuo español para cada uno de los tres grupos siguientes: «entidades no financieras», «bancos medianos» y «sector bancario», donde el último grupo incluye al anterior más los dos bancos españoles con mayor capitalización bursátil<sup>13</sup>. Tal y como se desprende de estos datos, a partir de mayo de 2011 se produjo un aumento en el volumen de posiciones cortas sobre valores financieros, que se aceleró notablemente un mes después, hasta alcanzar valores máximos justo antes de la entrada en vigor de la prohibición. Este movimiento se produjo también en el volumen de valores dados en préstamo (véase panel derecho del gráfico 2.4), que, por tratarse de una operativa habitual con la que llevar a cabo ventas en corto cubiertas<sup>14</sup>, suele estar positivamente correlacionado con el volumen de posiciones cortas<sup>15</sup>. Ambos indicadores mostraron, asimismo, un descenso durante el periodo de vigencia de la prohibición, mientras que tras su levantamiento, en febrero de 2012, solo se apreciaron ligeros aumentos en ambas medidas, aunque de escasa persistencia.

---

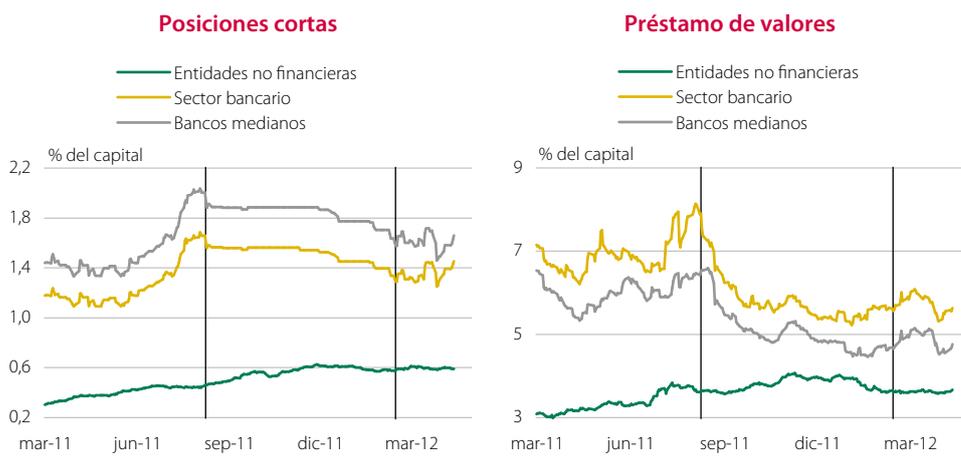
11 Intuitivamente, este tipo de análisis comparativo de distintas alternativas de acción requiere recrear escenarios contrafactuales al correspondiente a la acción finalmente elegida que sean suficientemente fiables como para poder confrontar entre sí los resultados del escenario real con los del hipotético. En la práctica, sin embargo, reproducir este tipo de escenarios contrafactuales en tiempo real no suele ser factible.

12 Según el acuerdo del Comité Ejecutivo de la CNMV, de 27 de mayo de 2010, por el que se adopta el régimen sobre comunicación y publicación de posiciones cortas propuesto por CESR en marzo de ese año, que establece la obligatoriedad de comunicar al supervisor todas las posiciones cortas individuales que excedan del 0,2% del capital (o saldo de cuotas) admitido a negociación y también cuando una posición previamente comunicada se reduzca por debajo de dicho porcentaje.

13 En esta muestra se han excluido las posiciones cortas sobre las acciones de las compañías financieras no bancarias afectadas por la prohibición (Grupo Catalana Occidente, Mapfre, Bolsas y Mercados Españoles y Renta 4 Servicios de Inversión) y aquellas sobre las cuotas participativas de la Caja de Ahorros del Mediterráneo, puesto que, en base a un criterio de homogeneidad, en todo el análisis que sigue del sector financiero español se han empleado únicamente datos correspondientes a entidades bancarias que ya lo eran en el momento de la entrada en vigor de la prohibición.

14 Las posiciones en corto descubiertas, en las que el vendedor no asegura la tenencia de los valores ofrecidos, están prohibidas en España.

15 Véase Saffi P.A.C. y Sigurdsson, K. (2011), «Price efficiency and short-selling», en *Review of Financial Studies*, vol. 24 (3), pp. 821-852.



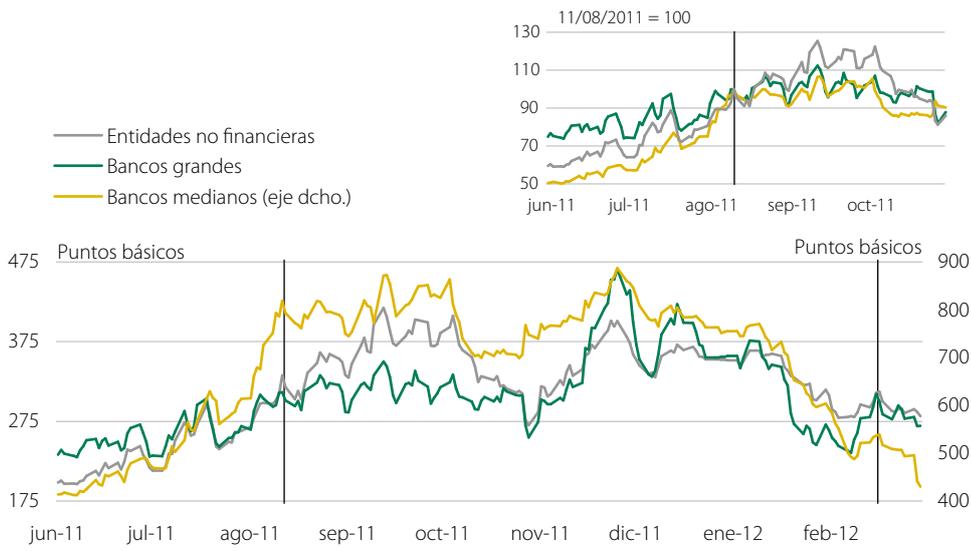
Fuente: CNMV. Datos hasta el 13 de abril de 2012. (1) Las líneas verticales representadas en ambos paneles hacen referencia a las fechas del establecimiento de la prohibición y de su levantamiento en España (12 de agosto de 2011 y 16 de febrero de 2012, respectivamente). (2) La categoría «Sector bancario» se refiere a los bancos cotizados en el mercado continuo y la categoría «Bancos medianos», a los anteriores exceptuando BBVA y Santander.

Bajo la hipótesis anterior, relativa al posible efecto estabilizador de una prohibición de las ventas en corto de acciones de empresas financieras, en esta sección se presentan los resultados de varios ejercicios cuantitativos que intentan identificar dicho efecto estabilizador. Para ello, se toman los CDS de la deuda emitida por las entidades financieras españolas cuyas acciones estuvieron afectadas por la prohibición como variable indicativa de su riesgo de crédito. El objetivo es identificar el modo en que la prohibición pudo haber inducido cambios en la dinámica observada de los CDS de las entidades financieras, tanto en relación a la tendencia observada antes de la prohibición como con respecto a los CDS de las empresas cotizadas en el mercado español sobre las que no se aplicó esta medida.

Una primera observación destacable que se infiere a partir de la evolución de las primas de los CDS en torno a la fecha de la adopción de la prohibición, tal y como muestra el gráfico 2.5, es que, coincidiendo con la aplicación de esta medida, el promedio de los CDS de los bancos españoles de tamaño medio se moderó sustancialmente tras varias semanas de fuertes subidas. En efecto, a pesar de que los CDS de este grupo de entidades siguieron manteniendo niveles muy superiores a los de los bancos de mayor tamaño y a los del grupo de empresas cotizadas no financieras, su evolución a partir de la entrada en vigor de la prohibición se moderó sustancialmente. De hecho, durante las primeras semanas tras la prohibición se apreció una notable estabilización en las primas de los CDS de ambos grupos de entidades financieras, mientras que para el grupo de empresas no financieras se siguieron registrando importantes subidas en sus niveles de riesgo de crédito durante varias semanas más (véase gráfico 2.5).

## Primas de riesgo de las entidades cotizadas españolas<sup>1</sup>

GRÁFICO 2.5

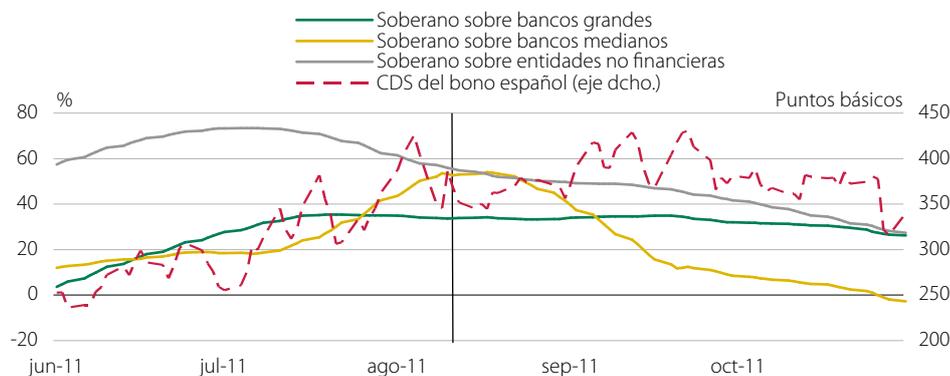


Fuente: CNMV y CMA. Datos hasta el 29 de febrero de 2012. (1) Las líneas verticales representadas hacen referencia a las fechas del establecimiento de la prohibición y de su levantamiento en España (12 de agosto de 2011 y 16 de febrero de 2012, respectivamente).

Los indicadores de efectos cruzados entre el CDS de la deuda pública española y los de estos tres grupos de compañías contienen información útil acerca de la mayor moderación relativa de los CDS de los bancos de tamaño medio tras la prohibición (véase gráfico 2.6). Así, mientras que el CDS soberano continuó su senda alcista, con algunos altibajos, hasta noviembre, coincidiendo con la puesta en marcha de la restricción a las ventas en corto se aprecia una reducción intensa en el efecto cruzado procedente de la deuda soberana sobre el riesgo de crédito de los bancos de tamaño medio. De hecho, este último efecto había aumentando su intensidad de manera notable desde aproximadamente un mes antes, lo que habría contribuido al fuerte repunte en los CDS de los bancos de tamaño medio durante ese tiempo (véase gráfico 2.5). Por el contrario, los indicadores de efectos cruzados desde la deuda pública hacia el grupo de grandes bancos, que también habían aumentando considerablemente unas semanas antes, y hacia las entidades no financieras aparentemente no reaccionaron de manera significativa tras la prohibición.

## Efectos cruzados netos del riesgo soberano en España<sup>1,2</sup>

GRÁFICO 2.6



Fuente: Arce y Mayordomo (2012, *Short-sales constraints and financial stability: Evidence from the Spanish 2011-2012 ban*, Documento de trabajo, CNMV [mimeo]) y CMA. Datos hasta el 31 de octubre de 2011. (1) Para una definición de esta magnitud véase segunda nota a pie del gráfico 2.3. (2) La línea vertical representada hace referencia a la fecha del establecimiento de la prohibición en España (12 de agosto de 2011).

Marco económico  
y financiero  
Las restricciones de la  
CNMV a las ventas en corto  
en el sector financiero

Puestos en común, los resultados anteriores serían coherentes con varias de las argumentaciones esbozadas en las secciones precedentes. En concreto, los riesgos de naturaleza agregada, reflejados en el CDS soberano, parecen ser un determinante importante del alza en los indicadores de riesgo de crédito de las entidades financieras españolas a partir de julio de 2011, especialmente, en el caso de las entidades de tamaño medio. Coincidiendo con la prohibición anunciada el 11 de agosto, se aprecia una reducción considerable del vínculo entre el riesgo soberano y el riesgo de este último grupo de entidades financieras. Finalmente, el hecho de que la prima de riesgo de las compañías cuyas acciones no quedaron sujetas a la prohibición evolucionara comparativamente peor podría ser indicativo de que esta medida tuvo, efectivamente, un impacto moderador sobre la percepción del riesgo de las entidades financieras.

Para contrastar los resultados e intuiciones anteriores, se ha estimado un modelo empírico en el que, además de las variables consideradas anteriormente, para explicar el riesgo de crédito de los distintos grupos de compañías se tienen en cuenta otros posibles factores relevantes, además del riesgo soberano y del momento de activación de la prohibición. En concreto, se considera el efecto que ha tenido el volumen de posiciones cortas sobre el riesgo de crédito de cada grupo de compañías, tanto antes como después de la entrada en vigor de la prohibición. Asimismo, en vista de los resultados obtenidos anteriormente acerca de la relevancia del tamaño de las distintas entidades financieras a la hora de interpretar el efecto de la prohibición, el modelo empírico también tiene en cuenta el tamaño de la compañía como un posible factor explicativo adicional del efecto de la prohibición sobre el riesgo de la entidad.

Por otro lado, unos días antes del anuncio de la prohibición, el Banco Central Europeo (BCE) emitió un comunicado de apoyo a las medidas y reformas anunciadas con anterioridad por los gobiernos italiano y español en el que, además, mostraba su compromiso para aplicar activamente su Programa de Mercado de Valores (PMV)<sup>16</sup>. Este programa, dirigido a favorecer el buen funcionamiento de varios mercados financieros clave, incluye la posibilidad de que el BCE realice compras en el mercado secundario de bonos soberanos de países del área del euro. El comunicado, que fue acogido en los mercados como una señal de apoyo de la autoridad monetaria a la compra de deuda de estos dos países en el marco del PMV, pudo haber tenido un efecto moderador sobre el nivel de riesgo de las entidades financieras domésticas más intenso que sobre el de las compañías no financieras, por la mayor exposición de las primeras a la deuda pública española.

## Los efectos de las posiciones cortas sobre los CDS de las empresas cotizadas españolas en torno a la prohibición<sup>1</sup>

CUADRO 2.1

Marco económico  
y financiero

Las restricciones de la  
CNMV a las ventas en corto  
en el sector financiero

	Variable dependiente: $\Delta$ CDS (t)	
	Antes de la prohibición	Después de la prohibición
<b>Coefficientes<sup>2</sup></b>		
Incremento del CDS (t-1)	(-)	(-)
Rendimiento de la acción	(-)	(-)
Rendimiento de la acción (t-1)	(-)	(-)
Rendimiento de la acción al cuadrado (volatilidad)	(+)	(+)
Incremento del VIX	(+)	(+)
Incremento del CDS soberano español	(+)	(+)
Comunicación de posiciones cortas sobre el capital	(+)	(+)
Comunicación de posiciones cortas sobre el capital de entidades no financieras un mes antes de la prohibición	(+)	
Comunicación de posiciones cortas sobre el capital de bancos medianos un mes antes de la prohibición	(+)	
Comunicación de posiciones cortas sobre el capital de bancos grandes un mes antes de la prohibición	(-)	
Comunicación de posiciones cortas sobre el capital de entidades no financieras un mes después de la prohibición		(+)
Comunicación de posiciones cortas sobre el capital de bancos medianos un mes después de la prohibición		(+)
Comunicación de posiciones cortas sobre el capital de bancos grandes un mes después de la prohibición		(+)
Compra agregada de deuda por el BCE desde el 8 de agosto de 2011	(-)	(-)
Constante	(+)	(+)
<b>Pro memoria:</b>		
Número de observaciones	3.997	3.997
Número de empresas	18	18

Fuente: Arce y Mayordomo (2012). (1) El análisis se efectúa sobre aquellas empresas cotizadas financieras y no financieras españolas de las que se dispone de información sobre CDS. (2) Los símbolos (+) y (-) indican si el coeficiente de la variable en cuestión tiene un efecto positivo o negativo sobre la variable dependiente. En caso de que este efecto sea estadísticamente significativo a un nivel del 5%, la variable aparece sombreada. Los coeficientes son obtenidos a partir de estimaciones de los modelos especificados con efectos fijos.

El periodo muestral incluye una ventana de observaciones correspondientes al mes inmediatamente anterior a la prohibición y otra con datos del mes posterior a la misma. El cuadro 2.1 recoge los resultados cuantitativos de las estimaciones, entre los que destacan los siguientes:

- En el mes que precedió a la puesta en marcha de la prohibición, el volumen de posiciones cortas sobre las entidades financieras de tamaño medio aparece como un determinante significativo de las variaciones en el nivel promedio de los CDS de estas entidades: mayores posiciones cortas aparecen asociadas a aumentos en este indicador de riesgo de crédito. Sin embargo, este efecto no es significativo (de hecho, es negativo) en el caso de las compañías no financieras y de las entidades bancarias de mayor tamaño. Así, para estos dos grupos de

compañías, las posiciones cortas sobre su capital antes de la prohibición no parecen causar variaciones significativas en los CDS.

- Tras la entrada en vigor de la prohibición, como cabría esperar, las posiciones cortas sobre compañías financieras, con independencia de su tamaño, dejan de tener poder explicativo sobre la evolución de los CDS. No obstante, a partir de ese momento, las posiciones cortas sobre el capital de las empresas no financieras aparecen como un determinante significativo de estos indicadores del riesgo de crédito, provocando un efecto positivo sobre los mismos. Este resultado, por tanto, sugiere que tras la prohibición se podría haber producido un cierto desplazamiento del efecto desestabilizador (por su efecto sobre los CDS) de las posiciones cortas sobre entidades financieras medianas hacia el sector de empresas no financieras. No obstante, este último efecto es relativamente poco persistente<sup>17</sup>.
- Además de las variables anteriores, que tratan de capturar el efecto directo de la prohibición, en las estimaciones se han tenido en cuenta otras variables que, de acuerdo con los argumentos presentados anteriormente, pueden tener también un efecto sobre los CDS de las compañías cotizadas. En el caso de todas estas variables de control, el signo estimado de su efecto es el esperado. En particular, las variaciones en la prima del CDS de la deuda soberana, la volatilidad en las cotizaciones de las acciones y el índice VIX tienen un efecto positivo y significativo sobre los cambios promedio en los CDS de las entidades cotizadas, aunque de menor intensidad en el caso del índice VIX, que se incluye como un indicador de la volatilidad de los mercados a nivel global. Por el contrario, el rendimiento de las acciones, tanto en la misma fecha como en la jornada precedente, tiene un efecto negativo y significativo sobre los CDS de las entidades cotizadas. Esto último ilustra el elevado contenido informativo promedio del precio de las acciones acerca de la solvencia de las compañías en un periodo muestral tan convulso como el considerado en este estudio. También tiene un efecto negativo la propia variación retardada de los CDS, cuyo valor, muy bajo en términos absolutos, revela una elevada persistencia en las desviaciones de esta variable respecto a su valor medio de largo plazo. Finalmente, las compras de deuda soberana en el mercado secundario por parte del BCE tienen un efecto negativo y significativo sobre los CDS, en línea con la intuición apuntada anteriormente.

Así pues, los resultados de este último ejercicio cuantitativo respaldan y, en algunos casos, refinan y complementan los principales argumentos y observaciones expuestos anteriormente. En concreto, esta evidencia sugiere la presencia de un efecto singular de las perturbaciones macrofinancieras agregadas desatadas durante el mes de julio de 2011 sobre la percepción del riesgo de crédito de las entidades financieras españolas de tamaño mediano. Al mismo tiempo, los resultados muestran un comportamiento diferenciado, en lo que se refiere al vínculo entre posiciones cortas y riesgo de crédito de las entidades no financieras, entre el periodo inmediatamente anterior a la prohibición y el posterior a la misma. Este último efecto pone de relieve que una prohibición extraordinaria a la operativa en corto sobre un conjunto de valores, como la que se analiza aquí, puede tener consecuencias sobre el resto de emisores no cubiertos por la prohibición, especialmente, en un contexto en el que

---

17 En estimaciones con ventanas de datos correspondientes a dos y tres meses antes y después de la prohibición, el valor del coeficiente correspondiente a las posiciones cortas de las empresas no financieras se reduce considerablemente y deja de ser estadísticamente significativo.

un parte significativa del riesgo de cada compañía viene determinada por factores de naturaleza macroeconómica.

## 2.4 El funcionamiento del mercado de acciones bajo la restricción

Una correcta valoración de las consecuencias de una restricción a la operativa en corto ha de tener en cuenta no solo los efectos que la misma puede tener para un sector tan crucial para la estabilidad macrofinanciera de una economía como lo es el sector financiero, sino también sus limitaciones y sus posibles efectos adversos en otros ámbitos. De hecho, existen numerosos estudios empíricos que documentan algunas de las consecuencias negativas que este tipo de restricciones pueden tener sobre la calidad del funcionamiento del propio mercado de valores<sup>18</sup>.

Con el objetivo de identificar los posibles efectos que la prohibición adoptada en agosto de 2011 ha podido tener sobre las principales variables relativas al mercado español, a continuación se analiza la evolución de la liquidez, el volumen de negociación, la volatilidad y los niveles de las cotizaciones en un periodo amplio (50 jornadas de negociación) en torno al momento de la aplicación de la prohibición. Los principales resultados de este análisis se muestran en los paneles del gráfico 2.7.

Un efecto aparente de la prohibición fue el comportamiento diferencial positivo de las cotizaciones de las empresas financieras con relación a las compañías no financieras del Ibex 35. Dentro del grupo de entidades financieras, no obstante, las cotizaciones reaccionaron de forma desigual a la prohibición, según el tamaño de las compañías. Así, mientras que en las entidades financieras de mayor tamaño la restricción a la operativa en corto tuvo, aparentemente, un efecto positivo sobre los precios de las acciones durante un breve espacio de tiempo, esta medida ejerció un efecto, también positivo, más persistente en el caso de las entidades de tamaño medio (véase panel superior izquierdo del gráfico 2.7). En cualquier caso, este efecto positivo tuvo una naturaleza temporal, de forma que incluso para las entidades financieras de menor tamaño, transcurridos unos 15 días después de la activación de la prohibición, este efecto se había moderado sensiblemente.

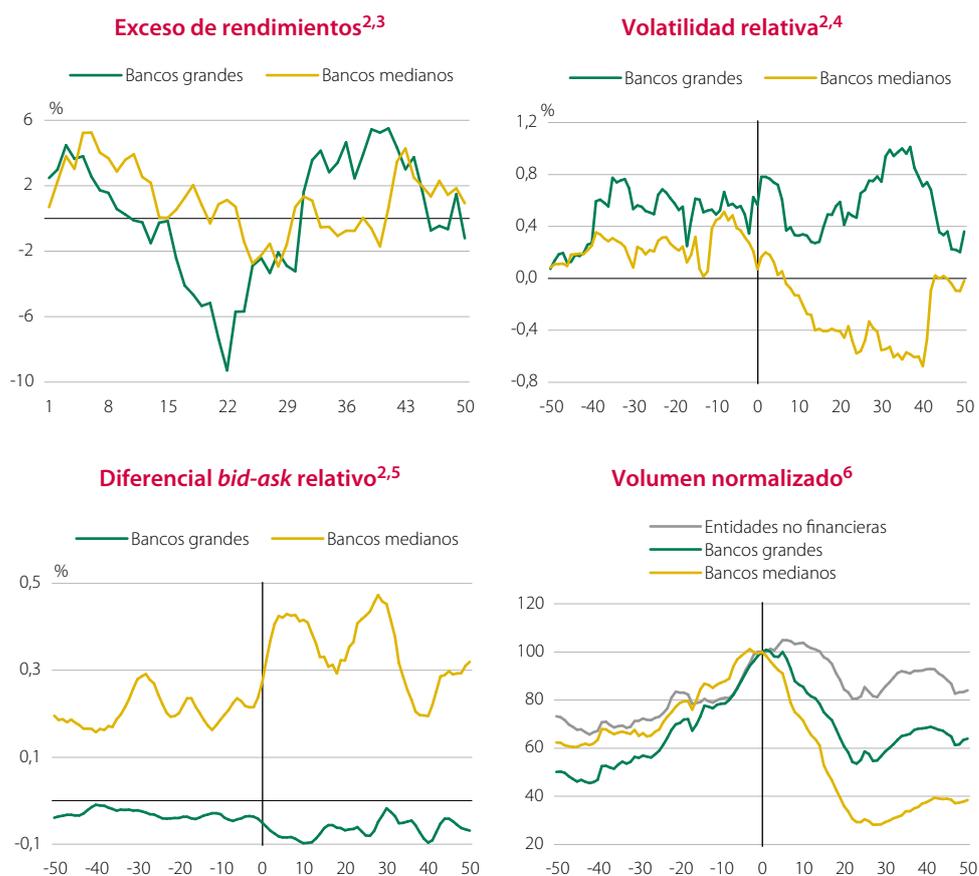
El efecto diferencial entre entidades financieras grandes y medianas en relación a la persistencia del efecto positivo de la prohibición sobre las cotizaciones también se evidenció en su volatilidad. Así, mientras que, aparentemente, la volatilidad relativa promedio de las cotizaciones de los dos grandes bancos apenas se vio afectada por la restricción, la de las entidades medianas se redujo sustancialmente con su entrada en vigor. En efecto, tal y como muestra el panel superior derecho del gráfico 2.7, para el grupo de entidades financieras medianas, la prohibición de ventas en corto conllevó una moderación notable en las fluctuaciones de los precios de sus acciones, cuya volatilidad cayó por debajo de la observada en el grupo de compañías incluidas en el Ibex 35 que no se vieron afectadas por esta medida. Por el contrario, la volatilidad de los precios de mercado de las entidades financieras de mayor capitalización bursátil apenas se vio afectada por la medida, manteniendo niveles relativamente elevados tras la activación de la misma.

---

18 Véase Ispuerto y Losada (2010, «Los efectos de las restricciones sobre las ventas en corto en los mercados de renta variable: Algunos resultados recientes», en el *Boletín Trimestral de la CNMV*, tercer trimestre de 2010, disponible en: [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/BTIII2010\\_web.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/BTIII2010_web.pdf)) para una revisión detallada de la literatura académica reciente acerca de los efectos de las restricciones a las ventas en corto en este ámbito.

## Comportamiento de los valores financieros españoles antes del establecimiento de la prohibición<sup>1</sup>

GRÁFICO 2.7



Fuente: Arce y Mayordomo (2012) y Thomson Datastream. (1) En el eje de abscisas se representa la escala temporal donde el valor cero corresponde al momento de la prohibición. (2) En diferencias respecto a las empresas del Ibex 35 no sujetas a la prohibición. (3) El exceso de rendimientos para cada grupo en cada fecha se obtiene como el promedio de los diferenciales acumulados hasta esa fecha de los rendimientos diarios de las acciones de las entidades pertenecientes a dicho grupo respecto al rendimiento promedio de las acciones del Ibex 35. (4) La volatilidad para cada grupo en cada fecha se obtiene como la media de las desviaciones estándar de los rendimientos de las acciones de las entidades pertenecientes a dicho grupo en los 22 días hábiles anteriores. (5) El *bid-ask* relativo para cada grupo se calcula como la media de los ratios que relacionan las horquillas *bid-ask* de los precios de las acciones de las entidades pertenecientes a dicho grupo con la horquilla media *bid* y *ask* de ese grupo. Adicionalmente, las series se suavizan mediante una media móvil de las últimas cinco sesiones. (6) Este indicador se obtiene como la suma acumulada de las 22 medias diarias anteriores de los volúmenes de negociación de las acciones de las entidades pertenecientes a cada grupo y se normaliza a 100 en el momento de la prohibición.

Una de las consecuencias más visibles de esta medida fue el empeoramiento de las condiciones de liquidez de las entidades financieras de tamaño medio. Concretamente, los diferenciales *bid-ask* medios de estas compañías, en relación a los de las empresas no financieras del Ibex 35, mostraron un aumento persistente y significativo tras la activación de la prohibición (véase panel inferior izquierdo del gráfico 2.7). La reducción en la liquidez de estos valores se vio también reflejada en una caída significativa en su volumen de contratación, que llegó a reducirse en cerca de un 70% en las semanas posteriores a la entrada en vigor de la prohibición (véase panel inferior derecho del gráfico 2.7). La caída máxima en la negociación, desde el nivel alcanzado justo antes de la prohibición, fue de algo más de un 40% en el caso de los bancos grandes y de un 20% en las compañías no financieras. En línea con el empeoramiento en las condiciones de liquidez y el retroceso en el volumen de negociación de los valores correspondientes a entidades financieras medianas, la veloci-

dad de ajuste de los precios de estos valores se resintió especialmente con la entrada en vigor de la prohibición (véase cuadro 2.2). Esta ralentización en el ritmo de absorción de nueva información por parte de estos precios implica, por tanto, un coste adicional de la prohibición en términos de la eficiencia del proceso de formación de precios (*price discovery*). En el caso de los grandes bancos y de las compañías no financieras, esta pérdida aparente de eficiencia informativa de los precios fue mucho más reducida.

**Marco económico y financiero**  
Las restricciones de la CNMV a las ventas en corto en el sector financiero

### Velocidad de ajuste de los precios en torno a la prohibición y al levantamiento de las posiciones cortas<sup>1</sup>

CUADRO 2.2

Puntos porcentuales	Prohibición	Levantamiento
Bancos grandes	1,5	1,0
Bancos medianos	12,0	-5,7
Entidades no financieras	0,1	-10,4

Fuente: Arce y Mayordomo (2012). (1) El análisis se efectúa sobre las empresas españolas cotizadas en el Ibex 35. Los valores estimados de la velocidad de ajuste de los precios, para cada categoría de entidades, se calculan como el promedio de las diferencias entre las autocorrelaciones de primer orden durante los cincuenta días hábiles anteriores y posteriores al establecimiento de la prohibición y anteriores y posteriores a su levantamiento del componente de los rendimientos diarios de las acciones de las entidades correspondientes a dicha categoría no explicado por el rendimiento del conjunto del mercado. Un valor positivo indica un empeoramiento en el proceso de *price discovery* para cada categoría.

Las consecuencias anteriores de la prohibición sobre las ventas en corto en el mercado español son, en general, consistentes con la evidencia acumulada en episodios similares en otros mercados. Por ejemplo, en un estudio reciente sobre los efectos de las restricciones a este tipo de operaciones puestas en marcha por varias autoridades supervisoras tras septiembre de 2008, Beber y Pagano<sup>19</sup> documentan un empeoramiento sustancial en las condiciones de liquidez de los valores afectados por estas medidas, que es más acusado en el caso de compañías con menor volumen de capitalización<sup>20</sup>. Por su parte, Boehmer et al.<sup>21</sup>, en un análisis similar realizado para valores estadounidenses, observan también un deterioro de la liquidez a través de un aumento del diferencial *bid-ask*. Por otro lado, Beber y Pagano hallan evidencia de que las restricciones a las ventas en corto provocan una ralentización de la velocidad de ajuste de los precios ante la llegada de nueva información. Otros estudios empíricos, como los de Boehmer y Wu<sup>22</sup>, Saffi y Sigurdsson<sup>23</sup> o Bris et al.<sup>24</sup> concluyen además que las ventas en corto mejoran el grado de eficiencia informativa de los precios y favorecen un ajuste más rápido de estos.

19 Beber, A. y Pagano, M. (2011). «Short-selling bans around the world: evidence from the 2007-09 crisis», en *Journal of Finance* (de próxima aparición).

20 A partir del análisis de los datos correspondientes a más de cien países, Charoenruek y Daouk (2005, *Market-wide short-selling restrictions*, Documento de Trabajo, Vanderbilt University and Cornell University) también concluyen que las ventas en corto tienen un efecto positivo y significativo sobre el grado de liquidez en el mercado.

21 Boehmer, E., Jones, C. y Zhang, X. (2011). *Shackling Short Sellers: The 2008 Shorting Ban*. TBC Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1412844>.

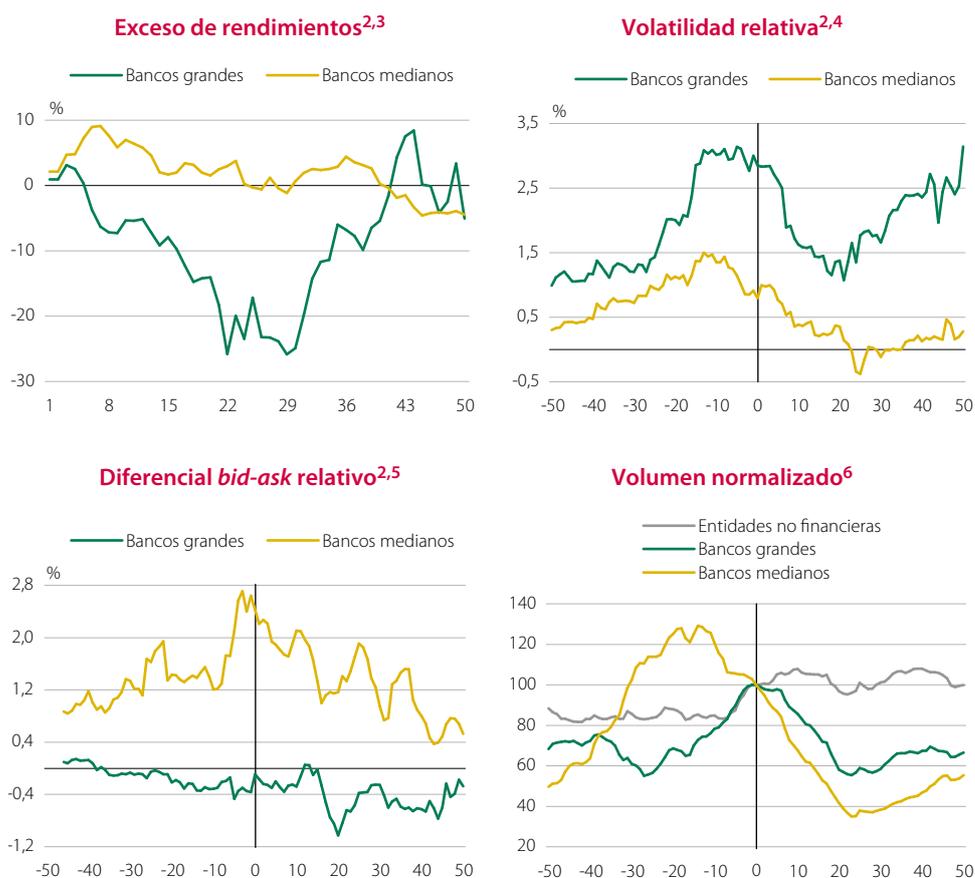
22 Boehmer, E. y Wu, J. (2010). *Short Selling and the Price Discovery Process*. Documento de Trabajo, Texas A&M University.

23 Saffi, P. y Sigurdsson, K. (2011). «Price Efficiency and Short Selling», en *Review of Financial Studies*, vol. 24 (3), pp. 821-852.

24 Bris, A., Goetzmann, W. y Zhang, X. (2007). «Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets Around the World», en *Journal of Finance*, vol. 62 (3), pp. 1029-1079.

## Comportamiento de los valores financieros italianos antes del establecimiento de la prohibición<sup>1</sup>

GRÁFICO 2.8



Fuente: Arce y Mayordomo (2012) y Thomson Datastream. (1) En el eje de abscisas se representa la escala temporal donde el valor cero corresponde al momento de la prohibición. (2) En diferencias respecto a las empresas del FTSE Mib no sujetas a la prohibición. (3) Véase tercera nota a pie del gráfico 2.7. (4) Véase cuarta nota a pie del gráfico 2.7. (5) Véase quinta nota a pie del gráfico 2.7. (6) Véase sexta nota a pie del gráfico 2.7.

Por otro lado, la experiencia del mercado español a lo largo del episodio analizado en este capítulo es, en la mayoría de las dimensiones consideradas, comparable con la de los otros dos países grandes (Italia y Francia) que también aplicaron una prohibición<sup>25</sup>. Los gráficos 2.8 y 2.9 reproducen el análisis anterior para los mercados bursátiles italiano y francés, respectivamente. Como se deduce a partir de los distintos paneles de estos gráficos, en ambos países el efecto negativo de la prohibición sobre la liquidez y el volumen de negociación fue más acusado en el caso de las entidades de menor tamaño que en el de los grandes bancos<sup>26</sup>. Concretamente, en los tres países se produjo una caída significativa y muy persistente en la negociación de las acciones afectadas por la restricción, en relación al volumen de títulos negociado del resto de compañías de los respectivos índices selectivos. También se observó una reacción cualitativamente similar en el comportamiento relativo de los niveles de precios de las acciones en ambos grupos de entidades financieras. Así, en estos tres mercados europeos, la prohibición tuvo un efecto aparente positivo en las cotizacio-

25 En el análisis que sigue no se ha incluido el mercado belga, en el que la prohibición afectó únicamente a dos entidades.

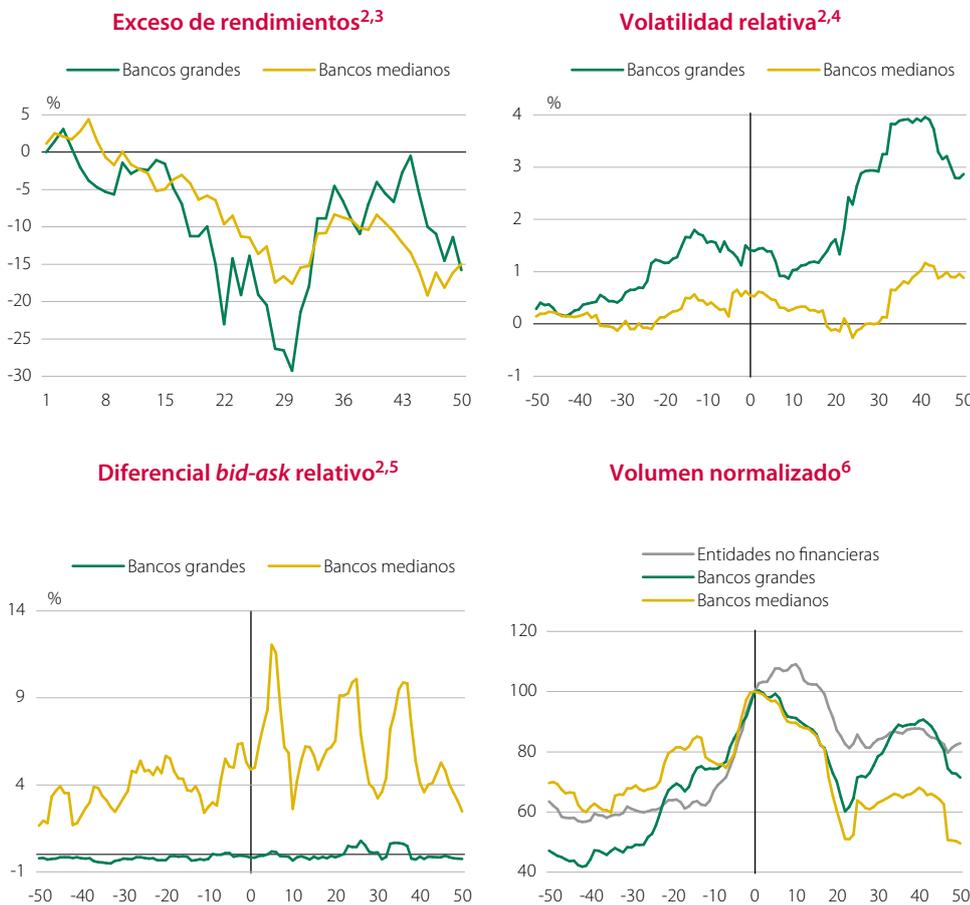
26 A la hora de interpretar estos resultados, es preciso tener en cuenta que el tamaño medio de las entidades francesas englobadas en el grupo de entidades medianas es significativamente mayor que en los otros dos países.

nes de las entidades afectadas por la medida frente al resto durante varias jornadas tras su activación, que fue más persistente en el caso de las compañías financieras de menor tamaño.

**Marco económico y financiero**  
Las restricciones de la CNMV a las ventas en corto en el sector financiero

**Comportamiento de los valores financieros franceses antes del establecimiento de la prohibición<sup>1</sup>**

GRÁFICO 2.9



Fuente: Arce y Mayordomo (2012) y Thomson Datastream. (1) En el eje de abscisas se representa la escala temporal donde el valor cero corresponde al momento de la prohibición. (2) En diferencias respecto a las empresas del Cac 40 no sujetas a la prohibición. (3) Véase tercera nota a pie del gráfico 2.7. (4) Véase cuarta nota a pie del gráfico 2.7. (5) Véase quinta nota a pie del gráfico 2.7. (6) Véase sexta nota a pie del gráfico 2.7.

En relación a la evolución de la volatilidad de las cotizaciones, aunque en los tres países europeos los precios de las acciones de las entidades financieras de tamaño medio mostraron, en general, un comportamiento más estable que el de las entidades de mayor tamaño durante las primeras semanas tras la prohibición, en el mercado español este efecto distintivo parece bastante más acusado. De hecho, tras la prohibición, la volatilidad de los precios en el caso de las entidades españolas de tamaño medio cayó por debajo de la registrada en las cotizaciones de las compañías no financieras del Ibex 35.

Considerados conjuntamente, el análisis de este epígrafe y el desarrollado en la sección 2.3 ponen de relieve que la prohibición de las ventas en corto en el mercado español tuvo efectos claramente asimétricos en las entidades financieras, según su tamaño. En general, esta medida fue comparativamente más efectiva a la hora de limitar los efectos adversos que la situación de extrema incertidumbre agregada, que se produjo en las semanas previas a su adopción, estaba teniendo sobre las entidades

financieras de tamaño medio. Esta mayor efectividad relativa se hace patente en el impacto moderador que tuvo la prohibición tanto sobre la percepción de solvencia de estas compañías, medida a través de sus CDS, como sobre el nivel y la volatilidad de los precios de sus acciones, en ambos casos más intenso que el observado en el caso de las entidades de mayor tamaño. Por otro lado, las consecuencias negativas que esta medida extraordinaria tuvo sobre el buen funcionamiento del mercado bursátil también fueron más visibles en el caso de las entidades de tamaño medio, cuyas acciones sufrieron en mayor grado un empeoramiento en sus condiciones de liquidez, en el volumen negociado y en el contenido informativo de sus precios.

La disyuntiva entre *efectividad* y *costes* de la prohibición es un elemento crucial a la hora de valorar la conveniencia de implementar o no una medida cautelar de este tipo. La correcta ponderación de los posibles costes y beneficios es, lógicamente, una tarea extremadamente complicada, aunque la experiencia acumulada en torno al episodio analizado aquí arroja ciertas conclusiones que merecen ser tenidas en cuenta.

En primer lugar, esta medida restrictiva parece haber desplegado sus efectos más positivos, en términos de su impacto estabilizador sobre las cotizaciones de las acciones y los CDS de las entidades financieras medianas, de manera instantánea y con una efectividad aparentemente decreciente a lo largo del tiempo. Este es el principal mensaje que emerge del análisis relativo al impacto de la prohibición sobre la volatilidad y el nivel de las cotizaciones contenido en los paneles superiores del gráfico 2.7. Por el contrario, los perjuicios que esta medida causa al buen funcionamiento del mercado parecen tener un carácter más persistente, tal y como se desprende de los indicadores de liquidez, volumen de negociación y eficiencia informacional de los precios. Por ello, una restricción a la operativa en corto debe considerarse como una medida de carácter temporal, cuya vigencia debe limitarse hasta donde sea posible.

En segundo lugar, frente a la dificultad objetiva de verificar las condiciones bajo las cuales es oportuno implementar una prohibición de este tipo y, en particular, la relativa a la existencia de elementos no fundamentales en los precios de las acciones, contrasta la práctica certeza de los efectos negativos sobre el mercado que conllevan estas medidas. Por este motivo, normalmente, su implementación debe relegarse a situaciones extremas, de elevada inestabilidad financiera, en las que es más probable que el mercado reaccione de manera significativa frente a rumores y en las que las consecuencias de no aplicar este tipo de restricciones puedan ser significativas, en relación a la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. En efecto, solo en escenarios de esta naturaleza parece razonable suponer que la expectativa de los efectos positivos de una prohibición de las ventas en corto supere a los efectos negativos que este tipo de medidas conllevan.

Finalmente, la naturaleza sistémica del episodio de elevada volatilidad en el que se adoptó la prohibición en agosto de 2011 pone de relieve el valor de la coordinación internacional a la hora de aplicar una medida como esta, especialmente, en un entorno de elevada integración de los mercados financieros, como es la UE. En efecto, tal y como se ha detallado en la primera sección de este capítulo, en el origen de las turbulencias desatadas a comienzos del verano de 2011 subyace un factor común de riesgo asociado a los mercados de deuda pública de varios países del área del euro, que de manera directa e indirecta pudo afectar a la estabilidad de buena parte del sector financiero europeo. Así, no es descartable que en un escenario como ese, los inversores den un peso más elevado a factores agregados frente a otros de naturaleza idiosincrática y específicos de cada una de las entidades financieras. Esto último es más probable si se tiene en cuenta que en entornos de elevada inestabilidad normalmente aumenta la

posibilidad de contagio entre distintas compañías a través de los vínculos que típicamente existen entre entidades financieras, tanto directos (por ejemplo, a través de relaciones de préstamo) como indirectos (por ejemplo, los derivados de la participación simultánea de muchas de estas entidades en los mismos mercados de activos).

**Marco económico  
y financiero**  
Las restricciones de la  
CNMV a las ventas en corto  
en el sector financiero

Por ello, resulta claro que la efectividad de una restricción a las ventas en corto sobre valores financieros se verá reforzada si esta es adoptada por las distintas autoridades supervisoras de manera coordinada. Con el objetivo de establecer un marco común para las ventas en corto en el ámbito europeo, la UE ha aprobado recientemente un reglamento que, entre otros aspectos, establece requisitos comunes de comunicación y transparencia de posiciones cortas y criterios para la aplicación de restricciones a esta operativa (véase recuadro 2.1). Por otro lado, los efectos negativos, no despreciables, que este tipo de medidas conllevan sobre el buen funcionamiento de los mercados afectados también aconsejan un elevado grado de coordinación entre las distintas jurisdicciones para evitar alteraciones indebidas en el plano competitivo en el que operan los distintos mercados de valores dentro de la UE.

### Aprobación del Reglamento de la UE sobre ventas en corto

RECUADRO 2.1

El 14 de marzo de 2012 se aprobó el Reglamento 236/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago. Este reglamento establece un marco reglamentario común para las ventas en corto y las permutas de cobertura de impago (*credit default swaps* o CDS), con el objetivo central de asegurar una mayor coordinación y coherencia entre los Estados Miembros para la adopción de medidas bajo circunstancias excepcionales en este ámbito. Así, en el propio reglamento se explicita la necesidad de un elevado grado de armonización entre los Estados Miembros, en contraposición a la situación de reacciones dispares por parte de las distintas autoridades nacionales que se produjeron en septiembre de 2008. Esta nueva regulación contiene normas relativas a los requisitos de transparencia aplicables a las posiciones cortas sobre acciones y deuda soberana europea, a las restricciones a la operativa al descubierto y a los poderes de intervención de las autoridades competentes en circunstancias excepcionales.

En cuanto a los requisitos de transparencia, el reglamento establece, en primer lugar, la obligación de notificar a la autoridad competente una posición corta neta que supere el umbral del 0,2% del capital emitido por la sociedad afectada y cada tramo del 0,1% por encima de dicho porcentaje. Adicionalmente, una vez superado el umbral del 0,5% del capital, y cada tramo del 0,1% por encima del mismo, deberá publicarse la posición corta, permitiendo que esta información sea accesible a todos los participantes del mercado<sup>1</sup>. En el caso de la deuda soberana, las posiciones cortas solo deberán ser comunicadas a la autoridad competente, sin que se precise su publicación. Los umbrales que darán lugar a las distintas obligaciones de comunicación serán determinados por la Comisión Europea<sup>2</sup>.

Respecto a la necesidad de asegurar la entrega posterior de títulos en las operaciones de venta en corto, el Reglamento establece los supuestos en que se considera que estas operaciones están cubiertas por la existencia de un préstamo de valores u otro acuerdo o contrato adecuado que asegure la entrega de los títulos a la parte compradora. En todo caso, se contemplan excepciones

para los creadores de mercado y para las operaciones en el mercado primario. Para limitar los casos de fallos en la entrega de títulos, el Reglamento exige que las entidades que realicen servicios de compensación de acciones se aseguren de la entrega de títulos en los cuatro días hábiles siguientes al día previsto para la liquidación. Para ello, se deberá proceder automáticamente a realizar la recompra de las acciones o, si esto no fuera posible, a su compensación monetaria. La entidad de compensación repercutirá los costes de las citadas operaciones sobre el agente que no cumpla con sus obligaciones de liquidación, a los que añadirá un coste disuasorio adicional.

El Reglamento prevé asimismo la posibilidad de que se adopten medidas extraordinarias que incluyen la prohibición de realizar operaciones de venta en corto sobre acciones y CDS referidos a deuda soberana europea, tanto en el mercado de contado como a través de derivados. Así, se establece que cuando se produzcan hechos o circunstancias adversas que constituyan una seria amenaza para la estabilidad financiera o la confianza del mercado en un Estado Miembro, la autoridad competente podrá prohibir las ventas de acciones en corto o imponer restricciones sobre la operativa en CDS. Estas medidas tendrán un periodo inicial de vigencia no superior a tres meses, que se podrá prorrogar por periodos no superiores a tres meses si se mantienen las circunstancias bajo las que se adoptaron. Además, también se contempla la prohibición de la negociación de un valor por un periodo que no excederá del final de la jornada en la que se tomó la medida. Esta última decisión se podrá adoptar cuando exista un descenso significativo en el precio de un valor, que para el caso de las acciones líquidas<sup>3</sup> se establece en el 10% o más, dejándose a la Comisión Europea la determinación de los porcentajes en las acciones menos líquidas<sup>4</sup> y los CDS, así como posibles ajustes al porcentaje anterior del 10%, atendiendo a la evolución de los mercados financieros.

El Reglamento no solo establece los poderes de las autoridades nacionales competentes en esta materia, sino que también regula la capacidad de ESMA para arbitrar entre ellas en caso de que surjan discrepancias en la aplicación de estas medidas o incluso su capacidad de intervención directa, en el caso de que la amenaza para la estabilidad financiera tenga implicaciones transfronterizas y las autoridades competentes no hayan tomado las medidas oportunas o estas no constituyan una respuesta adecuada.

Este reglamento será aplicable a partir del 1 de noviembre de 2012.

- 1 Los umbrales que se establecen en este Reglamento son los mismos que los previstos en el modelo de comunicación de posiciones cortas publicado por CESR en marzo de 2010 (*Model for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime*, CESR/10-088), y que la CNMV aplica desde junio de ese año.
- 2 El 19 de abril de 2012, ESMA publicó el informe, *ESMA's technical advice on possible Delegated Acts concerning the regulation on short selling and certain aspects of credit default swaps ((EC) No 236/2012)*, en el que propone que el umbral para la comunicación de las posiciones cortas sobre deuda soberana de un Estado Miembro sea del 0,1% del valor total de la deuda pública emitida, si este valor total es inferior a los 500 mil millones de euros y del 0,5% del valor total si supera esta cifra. En el primero de los casos, se comunicarían los incrementos adicionales del 0,05% y en el segundo caso, del 0,25%.
- 3 La consideración de acción líquida o ilíquida sigue lo establecido en el Reglamento 1287/2006 de la Comisión Europea.
- 4 Para las acciones ilíquidas, el informe de la ESMA mencionado en la nota 2, recomienda que se considere como un descenso significativo en el precio una caída del 10% si dicho título forma parte del índice bursátil de referencia del Estado Miembro (en el caso español, el Ibex-35) y del 20% si no pertenece al mismo.

## 2.5 El levantamiento de la restricción

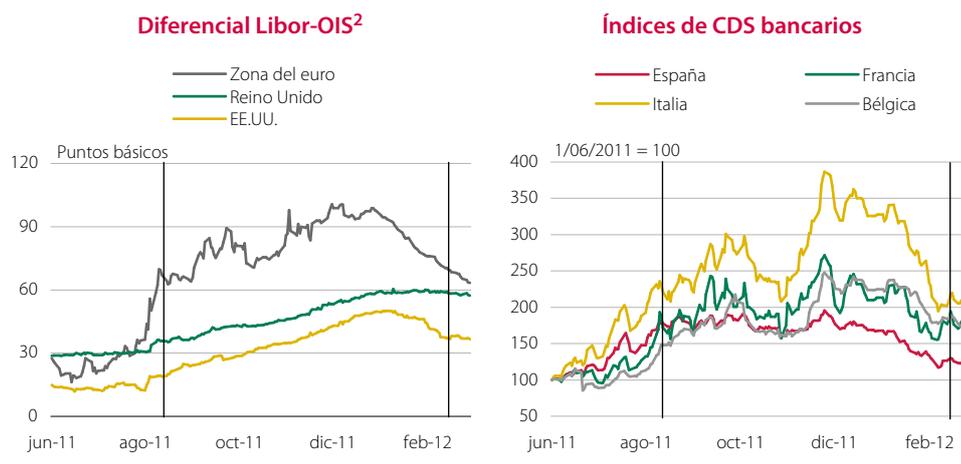
Con efectos del 13 de febrero de 2012, las autoridades francesas y belgas levantaron las restricciones a las ventas en corto, algo que también hicieron la CNMV y la autoridad supervisora italiana (CONSOB) unos días después, el 15 y el 24 de febrero, respectivamente. De este modo, salvando las diferencias de procedimiento institucional entre estos cuatro países, que imposibilitaron una total sincronización de estas decisiones, la retirada de la prohibición se efectuó de manera coordinada, tal y como había sido impuesta meses atrás.

El levantamiento de la prohibición se adoptó en un contexto en el que los principales indicadores del grado de estabilidad en los mercados financieros de referencia apuntaban hacia su progresiva normalización. Esta fase de relativa calma, que siguió a un nuevo episodio de tensionamiento en los indicadores de riesgo de impago de la deuda soberana griega durante el mes de noviembre, comenzó tras el anuncio del Banco Central Europeo, el 8 de diciembre de 2011, de dos operaciones de financiación con vencimiento a tres años. Esta medida extraordinaria permitió despejar algunas incertidumbres acerca de las condiciones para la refinanciación de los pasivos de las entidades de crédito con vencimiento a corto y medio plazo. Como se muestra en los paneles del gráfico 10, la mejora en las perspectivas de financiación de las entidades de crédito europeas se reflejó de manera inmediata en los diferenciales aplicados en los mercados monetarios (véase panel izquierdo), que comenzaron a retroceder tras los fuertes incrementos registrados a partir de julio, y en los CDS de las entidades financieras, que tomaron asimismo una senda decreciente a partir de entonces (véase panel derecho). Por su parte, los mercados bursátiles respondieron favorablemente, con retrocesos en sus niveles de volatilidad y aumentos considerables en las cotizaciones de las entidades financieras (véanse paneles izquierdo y derecho del gráfico 11, respectivamente).

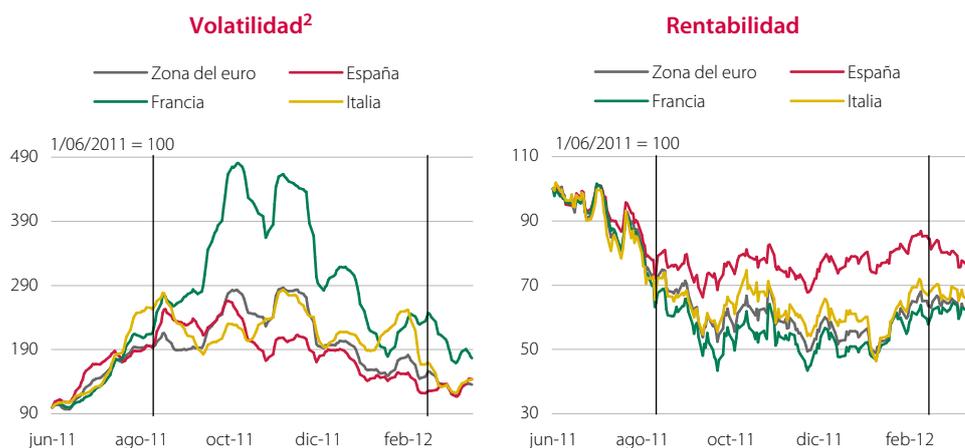
Marco económico  
y financiero  
Las restricciones de la  
CNMV a las ventas en corto  
en el sector financiero

### Mercados interbancarios y riesgo de crédito bancario<sup>1</sup>

GRÁFICO 2.10



Fuente: CNMV, Thomson Datastream y CMA. Datos hasta el 29 de febrero de 2012. (1) Las líneas verticales representadas en ambos paneles hacen referencia a las fechas del establecimiento de la prohibición y de su levantamiento en España (12 de agosto de 2011 y 16 de febrero de 2012, respectivamente). (2) Vencimiento a tres meses.



Fuente: CNMV y Thomson Datastream. Datos hasta el 16 de marzo de 2012 (22 jornadas tras el levantamiento). (1) Las líneas verticales representadas en ambos paneles hacen referencia a las fechas del establecimiento de la prohibición y de su levantamiento en España (12 de agosto de 2011 y 16 de febrero de 2012, respectivamente). (2) Media de las últimas cinco sesiones hábiles.

Un aspecto que también contribuyó a reducir la incertidumbre está asociado al hecho de que el parlamento griego aprobó el 13 de febrero de 2012 los recortes presupuestarios exigidos por la Unión Europea, el Banco Central Europeo y el Fondo Monetario Internacional para proceder al desembolso del segundo paquete de apoyo financiero internacional. Este acuerdo, que sentó las bases para una quita voluntaria del valor de las carteras de deuda pública helena en manos de entidades privadas y una reestructuración ordenada de la misma, contribuyó también a reducir la incertidumbre acerca de este importante foco de riesgo sistémico para el sector financiero europeo.

En este contexto, tal y como se desprende del gráfico 2.4, no se produjo un aumento significativo y sostenido en las posiciones cortas sobre el conjunto de entidades financieras españolas tras el levantamiento de la restricción. No obstante, la reintroducción de las ventas en corto sí pudo tener ciertos efectos sobre el mercado, especialmente, a corto plazo. De hecho, la evidencia de episodios similares en otras jurisdicciones, como el levantamiento de las restricciones a las ventas en corto durante la última parte de 2008 y a lo largo de 2009, sugiere que en el periodo inmediatamente posterior al levantamiento de estas restricciones es frecuente que se dé una cierta sobreacción temporal en algunas variables de mercado. Por ejemplo, Boehmer et al. y Hansson y Fors<sup>27</sup> documentan cómo tras la retirada de la prohibición a las ventas en corto en EE.UU. (octubre de 2008) y Reino Unido (enero de 2009), respectivamente, los precios de las acciones sujetas a la restricción registraron varias jornadas seguidas de retrocesos, cuantiosos en algunos casos, hasta alcanzar posteriormente su estabilización. Asimismo, la volatilidad del mercado aumentó durante algún tiempo, mientras que los indicadores de liquidez y negociación recobraron progresivamente sus niveles normales.

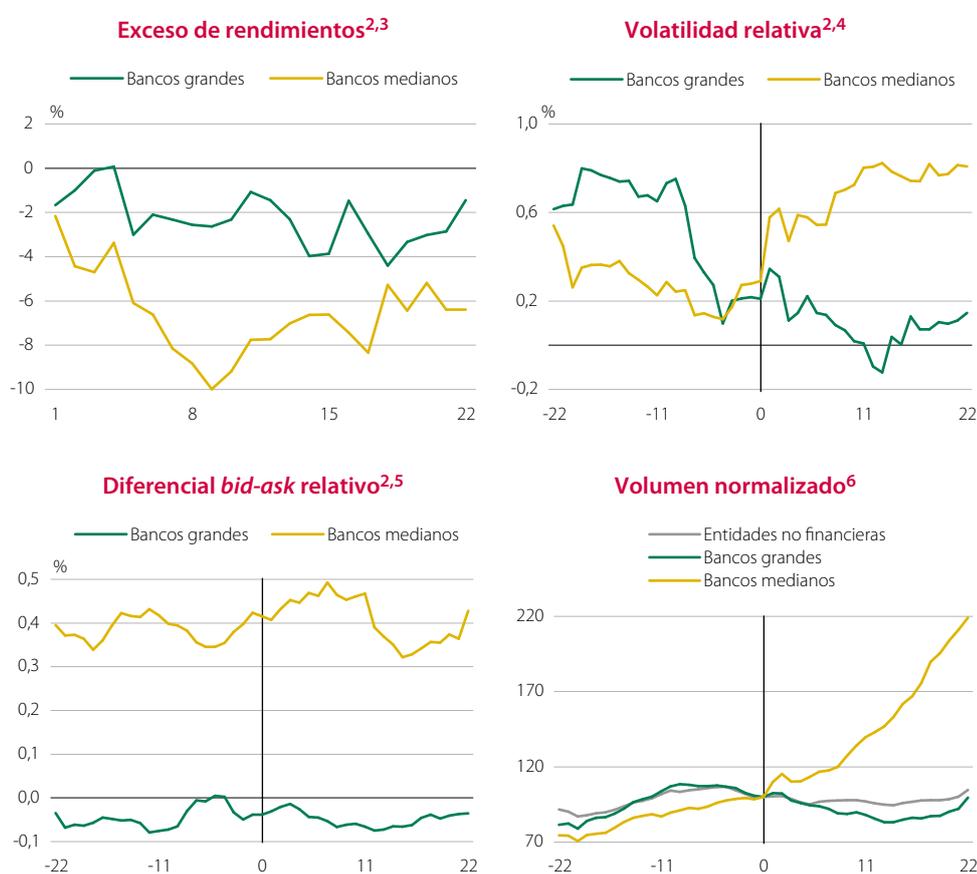
En términos generales, la experiencia en el mercado español tras la retirada de la prohibición en febrero pasado se ajusta a las regularidades descritas antes, tal y como se desprende de los datos contenidos en los distintos paneles del gráfico 12.

27 Hansson, F. y Fors, E.R. (2009). *Get shorty? Market impact of the 2008-09 U.K. short selling ban*. Documento de Trabajo, University of Gothenburg.

Así, en el caso de las acciones de las entidades medianas, sobre las que el efecto de la restricción habría sido más intenso de acuerdo con el análisis anterior, el volumen de negociación repuntó con fuerza tras la retirada de la prohibición, algo que no se observó en los otros dos grupos de compañías, bancos grandes y empresas no financieras. No obstante, el fuerte dinamismo en la negociación de valores de las entidades financieras medianas no tuvo un reflejo aparente en la evolución del diferencial *bid-ask*, que varias semanas tras el levantamiento mantenía niveles similares a los registrados durante la parte final del periodo de prohibición. Sin embargo, los precios de estas acciones comenzaron a ajustarse, en promedio, con mayor velocidad tras el levantamiento de la prohibición (véase cuadro 2.2). En el caso de las entidades de mayor tamaño, al igual que la restricción no había supuesto ningún deterioro perceptible en la liquidez de sus acciones, su levantamiento tampoco causó ningún impacto aparente en esta variable.

### Comportamiento de los valores financieros españoles tras el levantamiento de la prohibición<sup>1</sup>

GRÁFICO 2.12



Fuente: Arce y Mayordomo (2012) y Thomson Datastream. (1) En el eje de abscisas se representa la escala temporal donde el valor cero corresponde a la fecha del levantamiento de la prohibición. (2) En diferencias respecto a las empresas del Ibex 35 no sujetas a la prohibición. (3) Véase tercera nota a pie del gráfico 2.7. (4) Véase cuarta nota a pie del gráfico 2.7. (5) Véase quinta nota a pie del gráfico 2.7. (6) Véase sexta nota a pie del gráfico 2.7, con la salvedad de que esta variable toma el valor cien en la fecha del levantamiento de la prohibición.

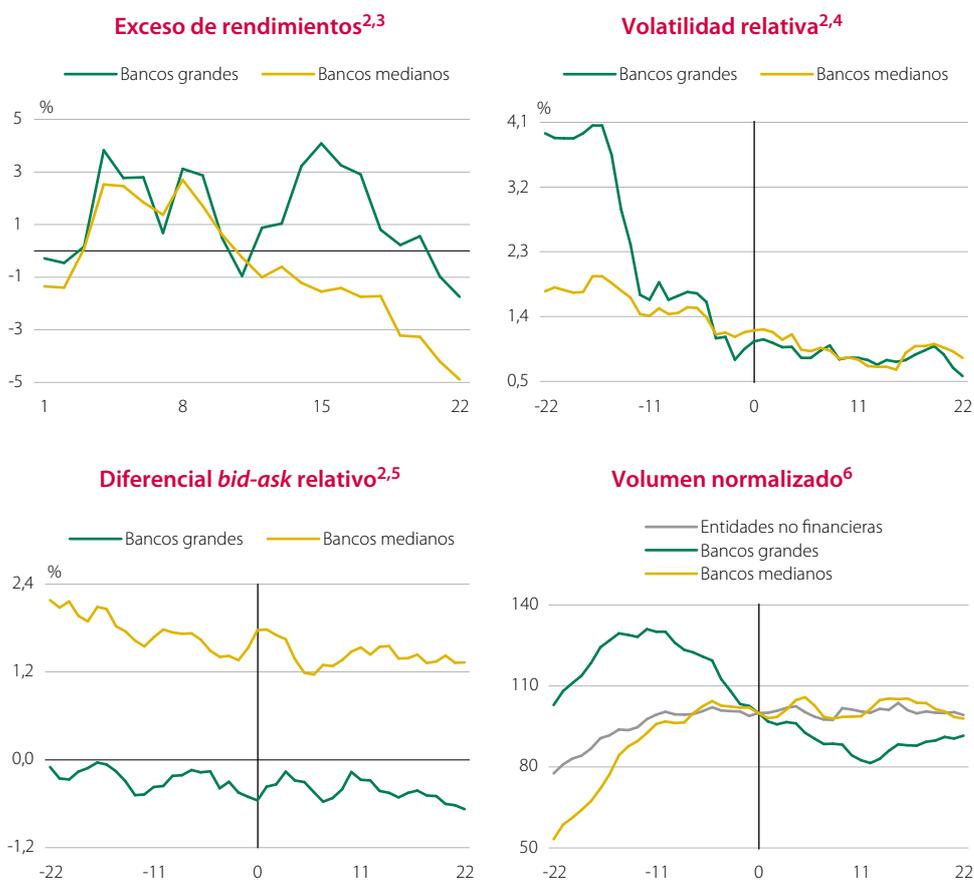
Como cabría esperar tras la desactivación de la prohibición, cuya aplicación había producido efectos desiguales en la volatilidad y el nivel de las cotizaciones en ambos tipos de entidades, medianas y grandes, estas dos variables reaccionaron de manera dispar tras el levantamiento en función del tamaño de las compañías. Así, mientras que la volatilidad y los rendimientos relativos de las entidades grandes no mostraron ninguna tendencia en las jornadas siguientes, en el caso de las entidades media-

nas sí se observó un cierto repunte de la volatilidad junto con una reacción bajista en sus cotizaciones, que tendieron a estabilizarse tras unas doce jornadas de negociación. No obstante, estas dos últimas variables, volatilidad y nivel de los precios, apuntaban ya una cierta tendencia, ascendente y descendente, respectivamente, en la semana anterior al levantamiento de la prohibición, por lo que su reacción tras ese momento, posiblemente, sea atribuible en parte a otros factores distintos de la ausencia de restricciones a las posiciones cortas.

En el caso de los mercados italiano y francés (véanse gráficos 13 y 14, respectivamente), la evolución tanto de la volatilidad como de los rendimientos relativos de las entidades financieras de tamaño medio fue algo más moderada, aunque en el mercado francés también se registró un retroceso relativo de cierta magnitud en los rendimientos de las entidades financieras medianas y un aumento considerable en el volumen de acciones negociadas de este grupo de compañías. No obstante, a la hora de interpretar la reacción comparada de estos tres mercados europeos, conviene destacar que la volatilidad absoluta de las acciones de las entidades financieras españolas, en su conjunto, era inferior a la de las entidades italianas, y sobre todo francesas, en el momento del levantamiento, tal y como había sucedido también durante la mayor parte del tiempo en que la restricción estuvo vigente (véase panel izquierdo del gráfico 2.11).

### Comportamiento de los valores financieros italianos tras el levantamiento de la prohibición<sup>1</sup>

GRÁFICO 2.13

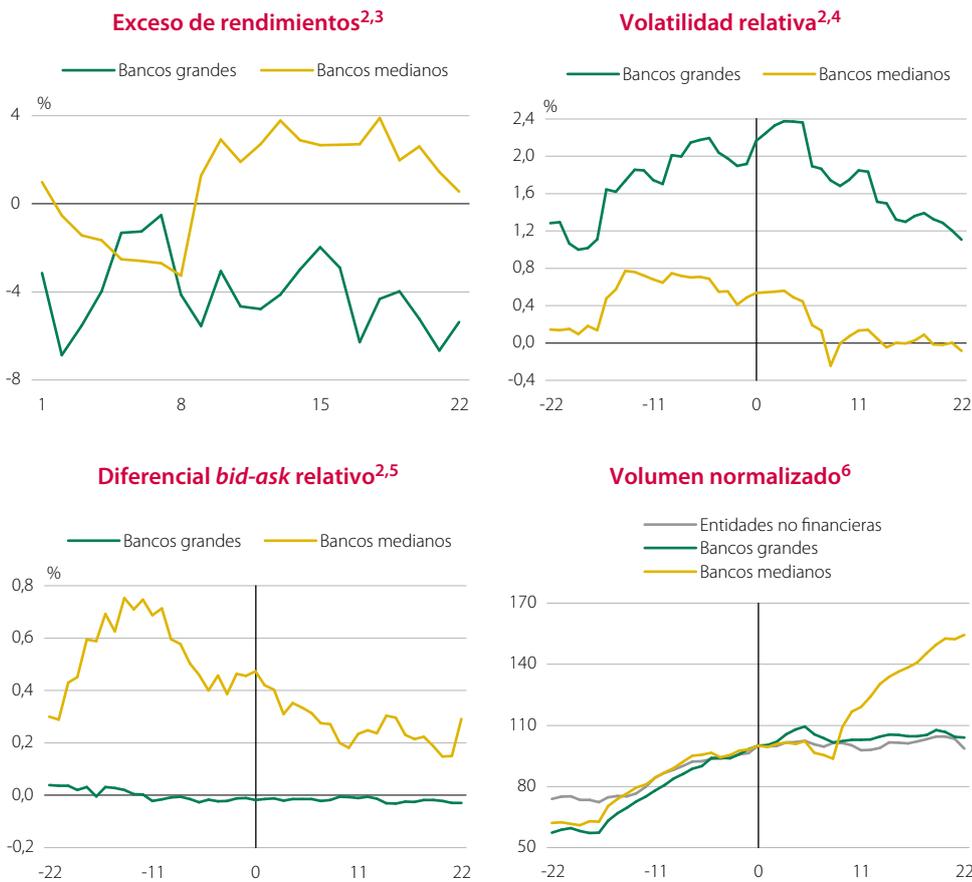


Fuente: Arce y Mayordomo (2012) y Thomson Datastream. (1) En el eje de abscisas se representa la escala temporal donde el valor cero corresponde a la fecha del levantamiento de la prohibición. (2) En diferencias respecto a las empresas del FTSE Mib no sujetas a la prohibición. (3) Véase tercera nota a pie del gráfico 2.7. (4) Véase cuarta nota a pie del gráfico 2.7. (5) Véase quinta nota a pie del gráfico 2.7. (6) Véase sexta nota a pie del gráfico 2.12.

**Comportamiento de los valores financieros franceses tras el levantamiento de la prohibición<sup>1</sup>**

GRÁFICO 2.14

**Marco económico y financiero**  
Las restricciones de la CNMV a las ventas en corto en el sector financiero



Fuente: Arce y Mayordomo (2012) y Thomson Datastream. (1) En el eje de abscisas se representa la escala temporal donde el valor cero corresponde a la fecha del levantamiento de la prohibición. (2) En diferencias respecto a las empresas del Cac 40 no sujetas a la prohibición. (3) Véase tercera nota a pie del gráfico 2.7. (4) Véase cuarta nota a pie del gráfico 2.7. (5) Véase quinta nota a pie del gráfico 2.7. (6) Véase sexta nota a pie del gráfico 2.12.



## II Mercados y emisores



### 3.1 Panorama general

El año 2011 tuvo dos periodos claramente diferenciados en los mercados españoles de renta variable. El primero se extendió durante el primer trimestre y se caracterizó por una relativa calma, auspiciada por los avances en la aplicación del paquete de reformas exigidas por la UE en mayo de 2010 y una incipiente recuperación de los resultados empresariales. Sin embargo, a partir de la primavera, tras el rescate de Portugal, se produjo un recrudecimiento de la crisis de deuda soberana en la eurozona que alcanzó de lleno a los valores españoles.

El aumento de los tipos de interés, en abril y julio, por parte del Banco Central Europeo contribuyó a avivar las tensiones en los mercados, que alcanzaron su máxima intensidad en el mes de agosto, coincidiendo con las dificultades en Estados Unidos para alcanzar un acuerdo que permitiese aumentar el techo de la deuda federal. La volatilidad implícita del Ibex 35 llegó entonces a valores del 60% en el tercer trimestre (en términos anualizados) y cerró el año en torno al 40%, lo que refleja la elevada incertidumbre existente en el mercado en esos momentos.

En el mes de agosto, coincidiendo con uno de los momentos de mayor volatilidad en el mercado, varios supervisores europeos, entre los que se encontraba la CNMV, prohibieron la constitución o incremento de las posiciones cortas sobre acciones del sector financiero, tal y como se ha analizado en detalle en el capítulo 2 de este informe.

En todo caso, el índice Ibex 35 experimentó un retroceso menor que el de otros índices europeos durante el año, como se ha señalado en el capítulo 1. Cabe destacar la elevada liquidez del mercado durante el ejercicio, que volvió a cerrarse con una contratación superior al billón de euros y con un récord histórico en cuanto al número de operaciones, más de 40 millones.

### 3.2 Tamaño del mercado

#### 3.2.1 Capitalización bursátil

El valor de mercado de las empresas cotizadas en el mercado regulado español se situó en 421.033 millones de euros al cierre del ejercicio 2011, lo que supone un descenso del 10,6% con respecto a 2010, porcentaje cercano al retroceso experimentado tanto por la capitalización de los mercados regulados internacionales como por el Ibex 35 (con caídas del 13,6% en ambos casos)<sup>1</sup>. Por otro lado, se mantuvo la elevada concentración de la capitalización de los años precedentes: las dos mayores

---

1 Según datos de la Federación Mundial de Bolsas, la capitalización de los mercados regulados a escala mundial alcanzó un importe de 47 billones de dólares al cierre de 2010.

empresas alcanzaron el 25% de la capitalización bursátil global del mercado, las cinco mayores el 50% y las 13 mayores el 75%.

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

CUADRO 3.1

Importes en millones de euros

	2008	2009	2010	2011	% var. 11/10
<b>Total bolsas</b>	<b>476.031,7</b>	<b>545.479,3</b>	<b>470.998,6</b>	<b>421.033,8</b>	<b>-10,6</b>
Mercado continuo	470.426,1	541.140,6	466.762,5	417.269,2	-10,6
Nacional	469.876,7	539.816,2	465.335,6	415.676,7	-10,7
Extranjero <sup>2</sup>	549,4	1.324,5	1.426,9	1.592,5	11,6
Corros <sup>3</sup>	5.495,7	4.257,7	4.161,6	3.704,9	-11,0
de los que SICAV <sup>4</sup>	155,0	31,2	33,4	0,0	-100,0
Madrid	1.554,4	997,3	878,8	833,3	-5,2
Barcelona	3.609,8	3.431,9	3.465,6	3.242,3	-6,4
Bilbao	45,9	435,4	362,1	328,8	-9,2
Valencia	786,1	559,2	458,7	240,2	-47,6
Segundo mercado	109,9	80,9	74,6	59,7	-20,0

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

Como se aprecia en el cuadro 3.2, el mayor descenso de capitalización se produjo en el sector de cementos y material de construcción. Por su parte, el sector de energía y agua también experimentó un importante descenso, motivado, en gran parte, por la exclusión de la compañía Iberdrola Renovables. En el sector de bancos, la capitalización permaneció prácticamente inalterada. En este sector se produjeron caídas importantes en los precios de las acciones, especialmente castigadas debido a las carteras de deuda soberana y la exposición al sector inmobiliario de estas entidades; sin embargo, el impacto negativo de la caída de precios sobre la capitalización se vio parcialmente compensado por la entrada en cotización de tres nuevas entidades, Bankia, Banca Cívica y CaixaBank, y las ampliaciones de capital realizadas por varias entidades para anticiparse al cumplimiento de los nuevos requisitos de Basilea III.

Las ratios de contratación sobre el PIB de las bolsas españolas ponen de manifiesto que nuestro mercado sigue siendo uno de los más activos en relación con el tamaño de la economía. Como se aprecia en el cuadro 3.3, esta ratio solo es superada por las bolsas norteamericanas y por la Bolsa de Tokio. Por su parte, la ratio de capitalización sobre PIB en nuestro país experimentó en 2011 un descenso significativo respecto a 2010, al pasar del 44,5% al 30,2%, como consecuencia de la desfavorable evolución de los precios.

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

CUADRO 3.2

Mercados y emisores  
Mercados de renta variable

Importes en millones de euros

Sector	Número		Capitalización		
	2010	2011	2010	2011	% var. 11/10
Petróleo	2	1	30.346,3	28.977,2	-4,5
Energía y agua	9	8	82.453,0	66.462,5	-19,04
Minería y metálicas básicas	9	9	5.916,3	4.703,5	-20,5
Cementos y mat. construcción	5	5	2.271,9	1.566,3	-31,1
Químicas	6	6	2.606,2	1.858,2	-28,7
Textil y papeleras	18	18	39.467,0	45.098,4	14,3
Metal mecánica	15	15	11.122,4	9.769,1	-12,2
Alimentación	12	12	7.569,5	7.295,0	-3,6
Construcción	8	8	26.490,4	24.603,6	-7,1
Inmobiliarias	27	27	5.130,3	4.214,6	-17,8
Transportes y comunicaciones	4	4	90.708,1	74.088,9	-18,4
Otros no financieros	25	27	24.598,6	21.024,9	-14,5
<b>Total sector no financiero</b>	<b>140</b>	<b>140</b>	<b>328.679,8</b>	<b>289.582,2</b>	<b>-11,9</b>
Bancos	9	12	118.155,7	120.094,89	1,6
Seguros	2	2	7.804,9	9.032,70	15,7
Sociedades de cartera	11	9	16.309,5	2.323,99	-85,8
SICAV <sup>2</sup>	2	1	48,7	13,96	-71,4
Entidades de financiación	0	0	0,0	0,0	-
<b>Total sector financiero</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>142.318,8</b>	<b>131.451,6</b>	<b>-7,6</b>
<b>Total</b>	<b>164</b>	<b>164</b>	<b>470.998,6</b>	<b>421.047,8</b>	<b>-10,6</b>

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

## Capitalización y contratación bursátil en relación al PIB nominal

CUADRO 3.3

%	Capitalización		Contratación	
	2010	2011	2010	2011
EE.UU. <sup>1</sup>	118,2	102,7	208,2	201,9
Nueva York	91,5	77,5	121,6	118,4
Tokio	71,0	75,3	70,2	89,9
Londres <sup>2</sup>	84,1	80,7	63,8	70,1
Euronext <sup>3</sup>	75,0	68,9	50,3	60,1
Alemania	43,2	38,9	49,2	57,7
España	44,8	39,2	97,7	85,5

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

### 3.2.2 Sociedades cotizadas

Excluyendo las SICAV, a finales de 2011 había un total de 165 empresas cotizadas en las bolsas españolas, dos más que en 2010. El mercado continuo contaba con 130 sociedades, una más que al finalizar el año anterior. Dentro de este mercado, se dieron de alta cinco sociedades y se produjeron cuatro bajas. En el mercado de corros se produjo una baja (véase cuadro 3.4).

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

CUADRO 3.4

	Total bolsas		Mercado continuo			Corros		Segundo mercado
	Total	Ex SICAV	Total	Nacional	Extranjeras	Sin SICAV	SICAV	
Admitidas a 31/12/10	164	163	129	123	6	28	1	6
Admitidas a 31/12/11	165	165	130	123	7	28	-	7
<b>Altas en 2011</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	-	-	<b>1</b>
Nuevas admisiones	5	2	4	3	1	-	-	1
Altas por fusión	1	1	1	1	-	-	-	-
Cambio de mercado	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Bajas en 2011</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	-	-	<b>1</b>	-
Exclusiones	2	2	2	2	-	-	-	1
Exclusiones por fusión	2	2	2	2	-	-	-	-
Cambio de mercado	1	-	-	-	-	-	1	-
Variación neta en 2011	1	2	1	-	1	-	-1	1

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

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

Durante 2011, las ofertas públicas de suscripción (OPS) cobraron un cierto protagonismo, a raíz de los procesos de salida a cotización de dos filiales bancarias pertenecientes a sendas cajas de ahorro. Se trata de las OPS de Bankia, que captó 3.092 millones de euros, y Banca Cívica, con 599 millones de euros.

Asimismo, varios bancos recurrieron a ampliaciones de capital para ofrecer a los accionistas la posibilidad de percibir el pago de dividendos mediante acciones de la compañía (*scrip dividends*). Estas operaciones consisten en realizar una ampliación de capital y ofrecer a los accionistas tres opciones: cobrar el dividendo en acciones, vender los derechos en el mercado o venderlos al propio emisor. En su conjunto, estas operaciones se cifraron en 4.000 millones de euros, lo que supuso un 14% del total de dividendos pagados en 2011. De este importe, unos 3.000 millones correspondieron a operaciones realizadas en el sector bancario.

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

CUADRO 3.5

Mercados y emisores

Mercados de renta variable

	2008	2009	2010	2011	% var. 11/10
<b>Ampliaciones de capital</b>	<b>16.339,7</b>	<b>11.388,7</b>	<b>15.412,3</b>	<b>17.221,5</b>	<b>11,8</b>
De las cuales OPS <sup>2</sup>	292,0	17,4	964,0	6.441,4	571,9
Con tramo nacional	292,0	14,9	66,9	6.031,6	9.699,5
Con tramo internacional	0,0	2,5	897,2	409,6	-54,3
<b>Ofertas públicas de venta (OPV)</b>	<b>9,5</b>	<b>1,9</b>	<b>605,7</b>	<b>96,0</b>	<b>-84,2</b>
Del tramo nacional	9,5	1,9	79,1	94,8	19,8
Del tramo internacional	0,0	0,0	526,7	1,2	-99,8
<b>Total</b>	<b>16.349,2</b>	<b>11.390,7</b>	<b>16.018,0</b>	<b>17.317,5</b>	<b>8,1</b>
<b>Pro memoria: salidas a bolsa</b>					
Mediante OPV u OPS <sup>2</sup>	301,5	19,3	1.569,8	3.704,7	136,8
Otras <sup>3</sup>	-	879,2	8.000,0	10.519,9	31,5

Fuente: CNMV. (1) Solo se incluyen las operaciones registradas y efectivamente realizadas. (2) Oferta pública de suscripción de derechos, previa renuncia de los accionistas a su derecho de suscripción preferente. (3) En 2009 incluye la admisión a negociación de todo el capital social del Grupo Empresarial San José, tras la fusión por absorción de Parquesol Inmuebles y Proyectos y otras sociedades del grupo Udra. En 2010, incluye la primera admisión a cotización tras la oferta pública de venta del grupo Enel Green Power.

### 3.4 Negociación

#### 3.4.1 Negociación al contado

La contratación bursátil al contado alcanzó un importe de 917 mil millones de euros en 2011, con un descenso del 10,6% respecto al año anterior. Si se tienen en cuenta únicamente las empresas incluidas en el Ibex 35, la contratación descendió un 12%. El descenso del importe contratado se produjo en un contexto de caídas de precios, con un aumento en el número de operaciones que, de hecho, alcanzó un récord histórico, superando los 45 millones. Así, el mercado regulado español se situó como el quinto mercado europeo por contratación tras la bolsa de Londres, el sistema multi-lateral Chi-x, NYSE Euronext y la bolsa alemana, y el decimosegundo en términos globales.

Al igual que en otros grandes mercados, durante el pasado ejercicio se mantuvo la tendencia a la baja en el importe efectivo medio por operación. En España, este importe se situó en 20.030 euros, lo que supone un descenso del 16% respecto a 2010 y del 55,6% respecto a 2007. Tanto el descenso en el importe referido como el aumento observado en el número de órdenes (45% respecto a 2010) y operaciones (13%) estuvieron asociados, por lo menos en parte, con el incremento de la negociación automatizada basada en algoritmos, especialmente la denominada negociación de alta frecuencia (*high frequency trading*).

## Contratación de la renta variable en las bolsas españolas

CUADRO 3.6

Importes en millones de euros

	2007	2.008	2009	2010	2011	% var. 11/10
<b>Total bolsas<sup>1</sup></b>	<b>1.654.702,1</b>	<b>1.228.631,6</b>	<b>877.149,4</b>	<b>1.026.646,7</b>	<b>917.434,0</b>	<b>-10,6</b>
<b>Mercado continuo</b>	<b>1.653.354,8</b>	<b>1.228.392,4</b>	<b>877.073,6</b>	<b>1.026.478,4</b>	<b>917.383,3</b>	<b>-10,6</b>
Nacional	1.645.855,5	1.226.985,3	872.323,1	1.020.063,2	912.176,9	-10,5
Extranjero	7.499,3	1.407,1	4.750,4	6.415,2	5.206,3	-18,8
<b>Corros</b>	<b>1.154,4</b>	<b>207,5</b>	<b>72,6</b>	<b>165,3</b>	<b>48,4</b>	<b>-70,7</b>
Madrid	515,5	94,4	31,4	15,7	16,1	2,2
Bilbao	5,2	0,1	1,1	3,8	0,1	-97,6
Barcelona	444,4	107,0	32,3	143,8	26,35	-81,6
Valencia	189,3	6,0	7,8	1,9	0,3	-84,0
<b>Segundo mercado</b>	<b>192,9</b>	<b>31,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>2,3</b>	<b>-24,8</b>
<b>Pro memoria:</b>						
ETF	4.664,5	6.938,1	3.470,6	5.968,2	3.495,4	-41,4
MAB	6.985,2	7.060,3	5.080,1	4.147,9	4.379,9	5,5
Latibex	868,2	757,8	434,7	521	357,7	-31,3

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

Como se aprecia en el cuadro 3.6, la práctica totalidad de la negociación bursátil de renta variable (99,9%) se realizó en el mercado continuo. Dentro de este mercado, la mayoría de la contratación se produjo en la modalidad de sesión, fundamentalmente, a través de órdenes y operativa de bloques. Esta última experimentó un descenso del 22% con respecto al ejercicio precedente, aunque siguió manteniendo un peso notable en el volumen negociado, en torno al 34% de la contratación en sesión. Como se observa en el cuadro 3.7, las mayores tasas de variación del ejercicio se produjeron en el epígrafe «otras modalidades», principalmente en la contratación asociada a opas (4.216 millones de euros) y OPV (3.922 millones de euros).

## Contratación según modalidades en el mercado continuo

CUADRO 3.7

Importes en millones de euros

	2007	2008	2009	2010	2011	% var. 11/10
<b>En sesión</b>	<b>1.577.249,5</b>	<b>1.180.835,9</b>	<b>833.854,9</b>	<b>983.584,4</b>	<b>873.485,3</b>	<b>-11,2</b>
Órdenes	985.087,6	774.718,1	499.182,8	541.879,8	505.870,1	-6,6
Aplicaciones	155.085,1	105.673,9	51.335,8	58.678,1	69.410,35	18,3
Bloques	437.076,8	300.443,9	283.336,3	383.026,5	298.204,9	-22,1
Fuera de hora	18.301,5	10.175,2	5.996,6	17.209,5	9.801,8	-43,1
Otras modalidades	57.803,9	37.381,4	37.222,1	25.684,5	34.096,1	32,7

Fuente: CNMV.

Como en el caso de la capitalización, la concentración de la negociación en el mercado continuo siguió siendo elevada. En 2011, al igual que en el año precedente, los cinco valores más líquidos del mercado volvieron a acaparar más del 75% de la contratación.

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

Mercados y emisores  
Mercados de renta variable

La legislación española permite conceder créditos y realizar préstamos de títulos para la venta de valores así como crédito en efectivo para las compras. La operativa conocida como «crédito al mercado», que incluye tanto crédito en valores como en efectivo, es utilizada normalmente por los inversores minoristas y se circunscribe a los valores del Ibex 35. La operativa conocida como «préstamo de valores» es utilizada, sobre todo, por inversores institucionales y abarca un conjunto de valores más amplio, incluidas las acciones cotizadas en Latibex y los fondos de inversión cotizados. El préstamo de valores puede ser utilizado para obtener posiciones cubiertas en corto de los valores sobre los que se realiza.

Las compras a crédito experimentaron en 2011 un incremento del 10,6% con respecto al año anterior. Se rompió así la tendencia decreciente de este tipo de compra registrada desde el inicio de la crisis, si bien el importe contratado supuso menos del 14% del importe registrado en 2006.

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

CUADRO 3.8

Importes en millones de euros

	Saldos vivos	Contratación
2007	59,4	411,3
2008	7,0	154,7
2009	5,6	106,4
2010	5,0	65,9
2011	3,9	73,0

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

La contratación en préstamo de valores se situó en 493 mil millones de euros, un 11,2% menos que en 2010. Uno de los factores que pudo contribuir más directamente a este descenso en el préstamo de valores fue la prohibición de operaciones cortas sobre valores financieros, articuladas mayoritariamente mediante esta operativa. Las ventas bajo la modalidad de crédito al mercado, mucho menos importantes en cuanto a magnitud, disminuyeron hasta los 518,3 millones de euros en 2011.

#### Crédito para venta de valores y préstamo de valores

CUADRO 3.9

Importes en millones de euros

	Crédito para venta de valores <sup>1</sup>		Préstamo de valores <sup>2</sup>	
	Saldo vivo	Contratación	Saldo vivo <sup>3</sup>	Contratación
2007	112,4	555,4	79.532,9	835.326,9
2008	20,7	624,9	43.647,8	583.950,8
2009	21,1	704,3	47.322,2	471.007,1
2010	9,9	598,0	36.195,9	556.246,7
2011	7,0	518,3	35.626,7	493.602,4

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

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

En 2011 se autorizaron tres ofertas, una menos que en 2010. El importe total de las operaciones fue, sin embargo, muy superior al del año anterior, debido a una operación, la oferta formulada sobre Compañía Española de Petróleos, S.A. (Cepsa), que representó más del 99% del volumen total ofertado. La oferta sobre Cepsa fue realizada por International Petroleum Investment Company (Ipic), con objeto de incrementar su participación accionarial del 47,1% al 100% del capital, tras alcanzar un acuerdo de aceptación de la opa con el principal accionista de referencia, la sociedad Odival, perteneciente al grupo francés Total, que ya poseía un 48,8% de Cepsa. Las otras dos operaciones consistieron en ofertas de exclusión sobre Befesa Medio Ambiente, S.A. y Rústicas, S.A., formuladas por sus respectivos accionistas de referencia (véase el capítulo 11 y el anexo I.9 para una mayor información sobre las opas autorizadas en 2011).

La contraprestación ofrecida se ajustó a las reglas de precio equitativo, con pago en efectivo, en las tres ofertas mencionadas. Todas ellas contaron con informes de valoración justificativos del precio ofrecido.

Tanto las dos opas de exclusión como la oferta sobre Cepsa supusieron la exclusión de cotización de las tres compañías objetivo.

#### Ofertas públicas de adquisición de valores

CUADRO 3.10

Importes en millones de euros

	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Autorizadas<sup>1</sup></b>					
Número	16	6	5	4	3
Importe potencial	48.939	3.658	9.952	1.127	3.984
Importe potencial más acuerdos previos de adquisición <sup>2</sup>	49.215	3.781	18.516	1.127	3.984
<b>Realizadas<sup>3</sup></b>					
Número	16	6	5	4	3
Importe	43.179	3.319	7.201	1.040	3.873
Importe más acuerdos previos de adquisición <sup>2</sup>	43.455	3.442	17.605	1.040	3.873

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

### 3.6 Sistemas multilaterales de negociación

#### 3.6.1 Latibex

En 2011, las cotizaciones en Latibex, el mercado en euros para valores latinoamericanos, experimentaron retrocesos con respecto al ejercicio anterior. En particular, el índice Latibex All Share experimentó una pérdida anual del 23,3%, que refleja la evolución de los mercados bursátiles de origen. En particular, los índices Merval (Argentina) e Ivobespa (Brasil) experimentaron caídas del 30,1% y del 18,1% respectivamente, a lo que debe sumarse, en lo que se refiere al impacto sobre Latibex, una depreciación de las divisas de estos países respecto al euro.

La contratación también se vio negativamente afectada y descendió un 31,4% con respecto a 2010, alcanzándose un importe de 357,7 millones de euros. Como en años anteriores, las acciones de empresas brasileñas concentraron la mayor parte de la negociación total, en este caso el 70,5%, seguida de las mexicanas con un 21,3%. Al finalizar el ejercicio, se mantenían 29 empresas cotizadas en Latibex, con una baja de una compañía brasileña y un alta de una colombiana. La capitalización total, calculada a partir de los títulos depositados en Iberclear, ascendía a 155,7 millones de euros a 31 de diciembre de 2011, un 44% menos que en el año anterior. Las empresas brasileñas suponían el 81,6% de la capitalización total, seguidas, de nuevo, por las mexicanas, con un 9,3%.

### Sociedades cotizadas en Latibex por países

CUADRO 3.11

Importes en millones de euros

País	Nº de empresas		Capitalización			Contratación		
	2010	2011	2010	2011	% var.	2010	2011	% var.
Argentina	2	2	8,2	4,3	-48,2	2,1	0,4	-80,2
Brasil	13	12	208,2	127,1	-38,9	404,2	252,3	-37,6
Chile	3	3	16,6	5,2	-68,6	20,1	15,4	-23,6
Colombia	0	1	0,0	0,8	-	0,0	8,2	-
Costa Rica	0	0	0,0	0,8	-	0,0	8,2	-
México	12	10	41,7	14,5	-65,1	85,3	76,4	-10,4
Perú	1	1	3,5	3,8	8,9	6,3	5,0	-20,7
Puerto Rico	0	0	0,0	0,0	-	3,2	0,0	-100
<b>Total</b>	<b>31</b>	<b>29</b>	<b>278,1</b>	<b>155,7</b>	<b>-44,0</b>	<b>521,2</b>	<b>357,7</b>	<b>-31,4</b>

Fuente: CNMV.

### 3.6.2 Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

Durante el primer semestre de 2011, cinco nuevas empresas se incorporaron al segmento de empresas en expansión del MAB (Euroespes, Catenon, Lumar, Secuoya y Griño), lo que hizo aumentar hasta 17 las compañías cotizadas en este segmento. La capitalización de las nuevas empresas osciló entre los 70 millones de euros de la mayor y los nueve millones de la más pequeña. Al cierre del ejercicio, la capitalización de este segmento del MAB ascendía a 444 millones de euros, lo que supone un aumento del 50% respecto a 2010. En cuanto a la contratación, el importe negociado durante 2011 ascendió a 36 millones de euros, con un aumento del 95% respecto al año anterior.

Un aspecto positivo a destacar es que algunas de las empresas incorporadas en 2010 acudieron de nuevo al MAB para captar fondos mediante cuatro ampliaciones de capital que lograron más de 18 millones de euros.

Tres nuevos asesores registrados se dieron de alta durante 2011, situándose su número en 31 al cierre del ejercicio. Asimismo, cabe mencionar que BME y el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) pusieron en marcha en septiembre un servicio de análisis financiero independiente, InResearch, al que pueden acogerse las empresas cotizadas en los mercados gestionados por BME. La adecuada cobertura de los servicios de análisis constituye un elemento indispensable para el crecimen-

to de los mercados, en especial para mercados incipientes como el MAB que se nutren, sobre todo, de empresas de creación relativamente reciente y pequeña o mediana capitalización<sup>2</sup>.

### 3.7 Fondos de inversión cotizados (ETF)

Tras cinco años desde el lanzamiento de los fondos cotizados en el mercado español, los inversores disponían a finales de 2011 de más de 70 referencias de ETF, que permitían tomar posiciones en índices de renta variable europeos y de países emergentes, monetarios, divisas y materias primas. La principal novedad de 2011 fue el lanzamiento de un fondo cotizado con un objetivo de rentabilidad igual a dos veces la de su índice de referencia (doble apalancado).

La mayor parte de los fondos cotizados (78%) tienen como activos de referencia índices de renta variable. Cerca de un 20% se referencian a índices de renta fija y un 2% tienen como subyacente las materias primas<sup>3</sup>.

---

2 En relación con los mercados alternativos y, de manera más general, con los problemas de financiación que afectan a las pequeñas y medianas empresas con potencial de crecimiento, puede consultarse Ó. Arce, E. López Blanco y L. Sanjuán (2011), *El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales*, CNMV, Documento de Trabajo nº 52, disponible en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/N52.pdf>.

3 Los fondos cotizados en el mercado español se ajustan, básicamente, al patrón general descrito por C. Aparicio Roqueiro y F.J. González Pueyo (2011), «Fondos cotizados: características y desarrollos recientes», en el *Boletín de la CNMV*, Trimestre IV, 2011, disponible en [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin\\_4\\_2011.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_4_2011.pdf).

### 4.1 Panorama general

La crisis económica y financiera volvió a afectar a la actividad en los mercados de renta fija en 2011, aunque en menor medida que en 2010. Las emisiones del sector privado, donde las instituciones financieras tienen un marcado protagonismo, aumentaron de forma apreciable, a pesar del notable retroceso en las emisiones de las sociedades no financieras, como se observa en el cuadro 4.1. En comparación con el año anterior, se produjeron aumentos en todos los tipos de activos emitidos por las entidades financieras españolas, salvo en los bonos y obligaciones no convertibles de carácter sénior. En concreto, se observó un aumento considerable en los volúmenes de emisión de cédulas tanto hipotecarias como territoriales, así como de bonos y obligaciones convertibles. Las emisiones de bonos de titulización se mantuvieron en un volumen cercano al observado en 2010.

Las emisiones de deuda pública también aumentaron en 2011. En concreto, las emisiones netas de las Administraciones Públicas crecieron un 1,5%. Las realizadas por el Estado crecieron un 10,6%, pero se vieron compensadas por fuertes descensos de las correspondientes a las Comunidades Autónomas (39,1%) y las corporaciones locales (269,8%), como se aprecia en el anexo I.12.

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

CUADRO 4.1

Importes nominales en millones de euros

	Importe <sup>1</sup>		Variación (%)	Pro memoria: zona del euro	
	2010	2011	11/10	2011	% var. 11/10
<b>Emisiones brutas<sup>2</sup></b>	<b>589.326</b>	<b>656.351</b>	<b>11,4</b>	<b>11.984.196</b>	<b>-0,8</b>
Administraciones Públicas	235.056	247.316	5,2	2.765.077	-1,4
Instituciones financieras	349.324	406.694	16,4	8.475.619	0,3
Sociedades no financieras	4.946	2.341	-52,7	743.500	-9,7
<b>Emisiones netas<sup>2</sup></b>	<b>71.809</b>	<b>92.262</b>	<b>28,5</b>	<b>620.365</b>	<b>13,5</b>
Administraciones Públicas	76.551	77.689	1,5	347.970	-21,6
Instituciones financieras	-4.000	13.394	-	228.189	428,9
Sociedades no financieras	-742	1.179	-	44.206	-26,1
<b>Saldos vivos<sup>3,4</sup></b>	<b>1.689.807</b>	<b>1.783.869</b>	<b>5,6</b>	<b>16.528.962</b>	<b>4,1</b>
Administraciones Públicas	595.505	673.404	13,1	6.840.648	5,5
Instituciones financieras	1.080.442	1.095.404	1,4	8.820.624	3,3
Sociedades no financieras	13.860	15.061	8,7	867.690	2,1

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

Entre los mercados secundarios, el de deuda pública en anotaciones fue, de nuevo, el más importante en cuanto al volumen negociado. Dentro de este mercado, el segmento de corto plazo (letras del Tesoro) experimentó un crecimiento tanto en operaciones simultáneas como sobre todo en las operaciones a vencimiento, poniendo de manifiesto la preferencia de los inversores por los activos más líquidos. La negociación en instrumentos a largo plazo (bonos y obligaciones del Estado) también aumentó de modo notable en el segmento de operaciones a vencimiento.

En los mercados secundarios de renta fija privada, tal y como ha venido sucediendo en los últimos años, durante 2011 destacó el fuerte volumen de operaciones simultáneas en AIAF, en gran medida asociadas a las operaciones en el segmento de bonos de titulización realizadas por el Tesoro. Por el contrario, continuó el descenso en la contratación de repos que se viene observando en los últimos años. En cuanto al mercado bursátil, el volumen de contratación siguió siendo reducido en comparación con AIAF, concentrándose casi toda la actividad en la Bolsa de Barcelona y, dentro de ésta, en la negociación de la deuda de las Comunidades Autónomas.

## 4.2 Deuda pública

### 4.2.1 Mercado primario

Las emisiones brutas de las Administraciones Públicas alcanzaron un importe de 247.316 millones de euros en 2011. Este volumen supuso un aumento del 5,2% con respecto al año anterior (véase cuadro 4.1). La mayor parte de este aumento provino de la Administración Central del Estado, cuyas emisiones alcanzaron la cifra de 218.245 millones de euros. Las emisiones brutas de las Comunidades Autónomas continuaron aumentando en línea con los años anteriores. En concreto, lo hicieron un 15,1%, hasta alcanzar los 29.071 millones de euros.

Como se indica en el capítulo 1, las Administraciones Públicas incurrieron en 2011 en un déficit equivalente al 8,5% del PIB. Este déficit dio lugar a una emisión neta de 77.689 millones de euros, el 91,9% en emisiones a largo plazo. Dentro de las Administraciones Públicas, la emisión neta de la Administración Central del Estado supuso el 90% del total (para mayor detalle, véanse los anexos I.11 y I.12).

### 4.2.2 Mercado secundario

El mercado de deuda pública anotada siguió siendo, por volumen negociado, el mayor de los mercados organizados de renta fija españoles. Como muestra el cuadro 4.2, la contratación total del mercado de deuda pública anotada registró en 2011 un aumento del 9,4% respecto a 2010. Este aumento rompió la tendencia de descensos en la contratación de los últimos tres años. Tanto las letras del Tesoro como los bonos y obligaciones aumentaron su negociación respecto a 2010, en un 11,2% y un 9%, respectivamente.

Importes en millones de euros

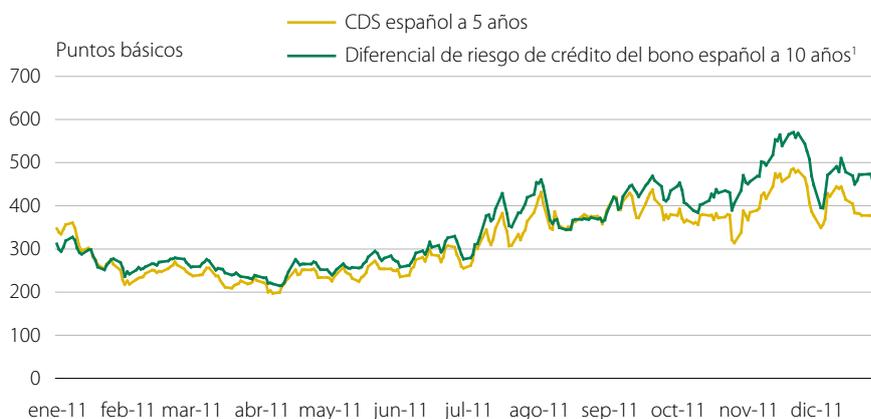
	2007	2008	2009	2010	2011	% var. 11/10
<b>Letras</b>	<b>1.594.556</b>	<b>2.222.278</b>	<b>3.091.844</b>	<b>3.310.253</b>	<b>3.692.194</b>	<b>11,2</b>
A vencimiento	57.925	115.312	202.589	429.019	900.807	109,2
Contado	57.363	114.611	197.502	419.846	876.809	108,6
Plazo	561	701	5.087	9.173	23.999	134,2
Pacto de recompra	1.230.166	1.635.437	2.107.507	1.594.756	1.213.816	-23,9
Simultáneas	306.466	471.529	781.748	1.286.478	1.577.571	21,9
<b>Bonos y obligaciones</b>	<b>21.069.771</b>	<b>17.722.218</b>	<b>15.430.615</b>	<b>15.062.770</b>	<b>16.596.481</b>	<b>9,0</b>
A vencimiento	3.413.112	2.351.993	2.417.266	4.348.972	6.259.580	43,6
Contado	3.120.022	2.087.519	2.272.782	4.210.985	6.080.326	44,3
Plazo	293.090	264.474	144.484	137.988	179.253	23,0
Pacto de recompra	9.741.672	8.474.523	6.537.836	4.181.103	2.993.210	-28,4
Simultáneas	7.914.986	6.895.703	6.475.513	6.532.695	7.343.691	9,8
<b>Total</b>	<b>22.664.327</b>	<b>19.944.496</b>	<b>18.522.459</b>	<b>18.373.024</b>	<b>20.288.675</b>	<b>9,4</b>

Fuente: Banco de España.

Como se ha señalado, durante el ejercicio aumentó de modo notable la negociación a vencimiento tanto en letras como en bonos y obligaciones. En el segundo caso, el aumento de las operaciones de compraventa a vencimiento se cifró en el 43,6%, siendo particularmente intenso hasta el mes de agosto, debido a la presión vendedora asociada al comportamiento de la prima de riesgo (véase gráfico 4.1). A partir de dicho mes, las compras selectivas del BCE atemperaron tal presión y los importes negociados tendieron a reducirse. En cuanto a las operaciones tipo repo, estas sufrieron un descenso del 28,4%, en línea con lo que había venido sucediendo desde el inicio de la crisis. Esta disminución podría ser una consecuencia del aumento de la volatilidad en los precios de los bonos y obligaciones, también derivado del aumento del riesgo soberano.

Prima de riesgo de crédito de la deuda soberana

GRÁFICO 4.1



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

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

### 4.3 Renta fija privada

#### 4.3.1 Mercado primario

En 2011, los emisores españoles volvieron a verse afectados por las complejas condiciones a las que se vieron sometidos los mercados de deuda soberana. La dificultad para acceder a los mercados mayoristas durante determinados momentos del año condicionó la actividad emisora de las entidades financieras, aunque en términos de las cifras de emisión este efecto negativo fue más moderado que en 2010. En su conjunto, durante 2011 las empresas privadas españolas, incluyendo el sector financiero, emitieron 409.035 millones de euros (véase cuadro 4.1), lo que representa un aumento del 15,5% con respecto al año anterior. Las emisiones en el exterior tuvieron un menor peso en el total de emisiones que en el ejercicio anterior. En concreto, en 2010 las emisiones en el exterior supusieron el 36%, mientras que en 2011 supusieron el 29,3%. Como viene siendo habitual, las instituciones financieras realizaron casi la totalidad de las emisiones, el 99,4%.

Como se aprecia en el cuadro 4.3, todos los tipos de valores, excepto los bonos y obligaciones no convertibles sénior, experimentaron aumentos en el volumen de sus emisiones registradas en la CNMV. Gran parte del apreciable aumento en el volumen conjunto de emisiones de renta fija privada viene explicado por el ascenso de un 95,5% en el volumen de cédulas hipotecarias y de un 278,5% en el de cédulas territoriales. Estos aumentos están parcialmente vinculados a un mejor tratamiento de las cédulas como garantía en las operaciones de financiación del BCE dirigidas a las entidades de crédito en comparación con otros activos, como los bonos de titulación, y a la puesta en marcha por parte del Eurosistema de un programa de apoyo a estos instrumentos<sup>1</sup>. En el caso concreto de las cédulas territoriales, el fuerte aumento de su emisión se vio favorecido por el aumento sostenido del saldo de créditos a las Administraciones Públicas en el balance de las entidades de crédito desde el inicio de la crisis (13,6% en 2011 y 109,4% desde 2007). También contribuyó a la mayor actividad emisora el crecimiento de las emisiones de bonos y obligaciones convertibles que siguió al endurecimiento de los requisitos de recursos propios impulsado tanto por la normativa española como por parte de la Autoridad Bancaria Europea. El 71,8% de las emisiones de bonos y obligaciones convertibles fueron emitidas como parte de operaciones de canje en las que la entidad correspondiente amortizaba, a cambio, participaciones preferentes previamente emitidas.

---

1 En noviembre de 2011, el Eurosistema puso en marcha el segundo programa de compras de cédulas en los mercados primario y secundario, por valor de 40.000 millones de euros y en vigor hasta octubre de 2012. El primer programa se puso en marcha en mayo de 2009 y tuvo una dotación de 60.000 millones de euros.

Importes nominales en millones de euros

	2007	2008	2009	2010	2011
<b>A largo plazo</b>	<b>206.323</b>	<b>164.537</b>	<b>196.134</b>	<b>128.863</b>	<b>185.491</b>
Bonos y obligaciones no convertibles	27.416	10.490	62.249	24.356	20.192
de deuda subordinada	2.381	1.545	5.831	4.540	5.421
Bonos y obligaciones convertibles	0	1.429	3.200	968	7.126
Cédulas hipotecarias	24.696	14.300	35.574	34.378	67.227
Cédulas territoriales	5.060	1.820	500	5.900	22.334
Bonos de titulización	141.627	135.253	81.651	63.261	68.413
de activos (BTA)	136.887	134.453	80.835	63.261	66.313
hipotecarios (BTH)	4.740	800	817	0	2.100
Participaciones preferentes	225	1.246	12.960	0	200
Otras emisiones	7.300	0	0	0	0
<b>A corto plazo<sup>1</sup></b>	<b>442.434</b>	<b>311.738</b>	<b>191.342</b>	<b>97.586</b>	<b>103.501</b>
Pagarés de empresa	442.434	311.738	191.342	97.586	103.501
de titulización de activos	465	2.843	4.758	5.057	2.366
<b>Total</b>	<b>648.757</b>	<b>476.276</b>	<b>387.476</b>	<b>226.449</b>	<b>288.992</b>

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

En las emisiones a largo plazo, los bonos de titulización se mantuvieron como los valores con mayor peso específico, hasta alcanzar el 36,8% del total. Sin embargo, tras registrar un importante aumento en su volumen emitido, las cédulas hipotecarias representaron un porcentaje muy similar al de los bonos de titulización, el 36,2%.

Por su parte, la financiación a corto plazo a través de la emisión de pagarés aumentó un 6%. No obstante, su volumen aún está lejos de los niveles registrados en los años anteriores a la crisis. El motivo de la atonía en la emisión de estos instrumentos se debe, por un lado, a los menores niveles de actividad económica que han requerido de menor financiación y, por otro, a la menor liquidez disponible de los inversores habituales en este tipo de emisión: empresas no financieras, instituciones de inversión colectiva y compañías aseguradoras.

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

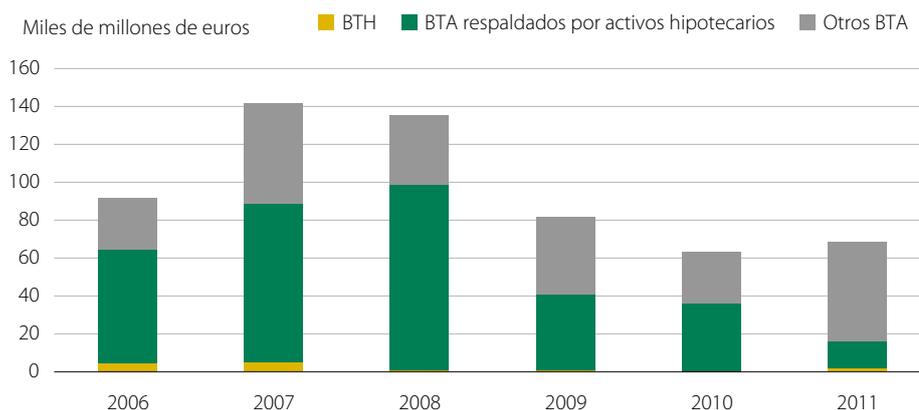
### Emisiones de titulización

Al igual que en los últimos años, desde el inicio de la crisis, las emisiones de bonos de titulización efectuadas en 2011 fueron retenidas, en su gran mayoría, por las propias entidades financieras cedentes con la finalidad de acumular activos susceptibles de ser utilizados como garantía en las operaciones de financiación con el BCE.

El importe de las emisiones de bonos de titulización fue de 68.413 millones de euros, lo que supone un aumento del 8,1% respecto a la cifra de 2010. Este aumento rompió los continuos descensos en los volúmenes de emisión de estos instrumentos registrados desde 2007.

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

GRÁFICO 4.2



Fuente: CNMV.

Atendiendo a los activos titulizados, por primera vez, las emisiones respaldadas por activos hipotecarios no fueron las más cuantiosas, representando únicamente un 20% del volumen total. En su lugar, las titulizaciones de préstamos a empresas pasaron a concentrar el mayor volumen emitido, con un 52,1% del total. También destacaron en 2011 las emisiones respaldadas por el déficit del sistema eléctrico y por préstamos al consumo, que representaron un 14,5% y un 6,4%, respectivamente, del importe total de las titulizaciones emitidas durante el ejercicio (véanse anexos I.19, I.20 y gráfico 4.2). Los anexos I.19 y I.20 ofrecen información adicional sobre las emisiones de bonos de titulización registradas en la CNMV.

### Emisiones en el exterior

Las emisiones de renta fija de las entidades españolas en el exterior disminuyeron en 2011 un 6% respecto al año anterior. Este descenso se concentró en el segmento del corto plazo, como se aprecia en el cuadro 4.4. Las emisiones a largo plazo, por su parte, se mantuvieron prácticamente estables, con un ligero aumento del 0,5%.

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

CUADRO 4.4

Importes nominales en millones de euros

	2007	2008	2009	2010	2011	% var. 11/10
<b>A largo plazo</b>	<b>65.629</b>	<b>39.894</b>	<b>47.230</b>	<b>51.107</b>	<b>51.365</b>	<b>0,5</b>
Participaciones preferentes	2.581	0	3.765	0	0	-
Obligaciones subordinadas	8.984	70	2.061	0	242	-
Bonos y obligaciones	53.327	39.360	41.404	50.807	51.123	0,6
Bonos de titulización	736	464	0	300	0	-100,0
<b>A corto plazo</b>	<b>38.003</b>	<b>72.472</b>	<b>102.456</b>	<b>76.624</b>	<b>68.677</b>	<b>-10,4</b>
Pagarés de empresa	38.003	72.472	102.456	76.624	68.677	-10,4
de titulización de activos	12.119	425	108	248	322	29,7
<b>Total</b>	<b>103.631</b>	<b>112.366</b>	<b>149.686</b>	<b>127.731</b>	<b>120.043</b>	<b>-6,0</b>

Fuente: Banco de España.

Las emisiones de entidades financieras supusieron el 90,4% del importe total de las emisiones brutas en el exterior, en línea con lo registrado en años anteriores.

#### 4.3.2 Mercado secundario

España cuenta con dos mercados secundarios oficiales de renta fija privada: AIAF y las bolsas de valores. A finales de 2011, el saldo vivo de los valores de renta fija admitidos a negociación en ambos mercados ascendió a 926 mil millones de euros, lo que supuso un aumento del 3,9% con respecto al año anterior. El mercado de AIAF concentraba en torno al 95,3% del importe total. La distribución y la evolución del número de emisores y emisiones y el saldo vivo admitidos a negociación en cada uno de los mercados están recogidas en los cuadros 4.5 y 4.6, respectivamente.

El aumento del saldo vivo en AIAF vino motivado por una mayor actividad emisora en pagarés y cédulas hipotecarias y territoriales. La emisión de estos activos aumentó en un 6%, un 95,5% y un 278,5%, respectivamente. En el caso de los pagarés también contribuyó al aumento del saldo vivo su emisión a un mayor plazo. A pesar de la apreciable disminución de su saldo vivo, los bonos de titulización se mantuvieron como el valor con mayor peso específico, con el 46,2% del importe total admitido en AIAF.

El volumen de renta fija admitido a negociación en las bolsas experimentó un crecimiento del 22,1%, debido al aumento de la deuda negociada de las comunidades autónomas catalana, valenciana y vasca, tal y como se desprende de los datos del cuadro 4.6. El saldo vivo de la deuda privada, sin embargo, experimentó un descenso del 7%.

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

CUADRO 4.5

Importes nominales en millones de euros

	Nº de emisores		Nº de emisiones		Saldo vivo		% var. 11/10
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	
Pagarés de empresa	60	45	958	1.778	23.234	37.549	61,6
Bonos y obligaciones	599	575	2.379	2.245	611.805	570.753	-6,7
Bonos de titulización	459	437	1.641	1527	434.835	407.908	-6,2
Cédulas hipotecarias	33	43	253	296	195.735	241.150	23,2
Cédulas territoriales	12	13	26	49	18.350	31.884	73,8
Bonos matador	12	12	14	14	1.059	1.059	0,0
<b>Total</b>	<b>631</b>	<b>611</b>	<b>3.631</b>	<b>4.382</b>	<b>850.182</b>	<b>882.395</b>	<b>3,8</b>

Fuente: AIAF y elaboración propia.

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

CUADRO 4.6

Importes nominales en millones de euros

	Nº de emisores		Nº de emisiones		Saldo vivo		
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	% var. 11/10
Deuda CC.AA.	3	3	63	90	19.395	23.690	22,1
Otros	58	54	186	150	21.649	20.127	-7,0
Bolsa de Barcelona	52	48	204	193	33.079	30.302	-8,4
Bolsa de Bilbao	31	28	69	77	11.864	11.872	0,1
Bolsa de Madrid	28	27	57	62	12.506	18.566	50,9
Bolsa de Valencia	32	31	84	94	13.257	9.536	-28,1
<b>Total<sup>1</sup></b>	<b>61</b>	<b>57</b>	<b>249</b>	<b>240</b>	<b>41.043</b>	<b>43.817</b>	<b>6,8</b>

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

En conjunto, la negociación de renta fija privada en AIAF y las bolsas alcanzó un importe de 7,45 billones de euros, un 67,5% más que en 2010. Del total negociado, el 99% correspondió al mercado AIAF. En este sentido, hay que destacar el gran aumento de la contratación en este mercado en los últimos años, de tal modo que la contratación en el año 2011 fue más de seis veces superior a la registrada en el año 2007.

Las operaciones por cuenta propia de los miembros del mercado de AIAF siguieron ganando peso específico y, en 2011, supusieron el 93% de los intercambios, frente al 87% del año anterior. En línea con la tendencia iniciada hace un par de años, la operativa instrumentalizada mediante operaciones simultáneas fue la más utilizada. Este tipo de operaciones representaron un 92,7% del total, aumentando un 6,2% con respecto a 2010. La posición predominante de este tipo de operaciones se debe, un año más, a la utilización de instrumentos cotizados en AIAF como garantía en las subastas del BCE y, mayoritariamente, a la actividad desarrollada por la antigua Dirección General del Tesoro y Política Financiera (actualmente Secretaría General del Tesoro y Política Financiera<sup>2</sup>). Esta dirección general intervino como contraparte en transacciones por un importe de 6,1 billones de euros, lo que supone el 88,5% del importe total negociado en operaciones simultáneas. Los bonos de titulización, que siguen siendo los activos más utilizados en las transacciones por cuenta propia, supusieron el 77,9% del total contratado, con un aumento del 7,3% con respecto al año anterior. Hay que destacar también el aumento de la contratación por cuenta propia en cédulas hipotecarias y territoriales, especialmente en el último trimestre del año. En concreto, la contratación de cédulas hipotecarias se multiplicó por 2,4 a lo largo de 2011, mientras que la de cédulas territoriales, que partía de un nivel mucho más reducido en 2010 (14.458 millones de euros), se multiplicó por 38, hasta alcanzar más de 500 mil millones de euros durante el ejercicio.

2 Real Decreto 345/2012, de 10 de febrero, por el que se desarrolla la estructura orgánica básica del Ministerio de Economía y Competitividad.

**Contratación total en AIAF**

CUADRO 4.7

**Mercados y emisores**  
Renta fija

Importes nominales en millones de euros

	2007	2008	2009	2010	2011	% var. 11/10
<b>Por tipo de activo</b>						
Pagarés	568.010	591.944	533.331	385.239	227.535	-40,9
Bonos y obligaciones	469.533	1.788.946	3.854.897	3.711.804	5.953.577	60,4
bonos de titulación	378.005	1.704.342	3.527.486	2.784.775	5.462.806	96,2
Cédulas hipotecarias	80.811	129.995	263.150	271.442	662.177	143,9
Cédulas territoriales	7.750	10.142	7.209	14.458	544.781	3.668,0
Bonos matador	1.374	13	45	176	116	-33,8
<b>Por tipo de operación</b>						
Simple	416.478	387.897	378.347	288.927	343.100	18,7
Repo	441.363	381.505	362.069	304.493	198.515	-34,8
Simultánea	269.637	1.751.638	3.918.216	3.789.698	6.846.571	80,7
<b>Total</b>	<b>1.127.478</b>	<b>2.521.040</b>	<b>4.658.632</b>	<b>4.383.119</b>	<b>7.388.186</b>	<b>68,6</b>

Fuente: AIAF y elaboración propia.

Por el contrario, la contratación con terceros se redujo un año más y únicamente representó el 6,6% de toda la actividad del mercado. Una de las operaciones principales en esta área fue la contratación de pagarés, que experimentó una nueva contracción, reduciéndose un 38% respecto a la de 2010. Aunque su peso sobre el total no es muy elevado, hay que destacar también en este segmento el fuerte crecimiento de la contratación de cédulas territoriales, de un 189% con respecto al ejercicio anterior.

En su primer año completo de funcionamiento, la contratación en el Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND), la plataforma electrónica de renta fija para minoristas creada en 2010 por AIAF para aumentar el grado de transparencia del mercado y mejorar la información a disposición de este tipo de inversores, ascendió a 117,9 millones de euros.

Por último, la negociación de renta fija privada en las bolsas aumentó por primera vez en los últimos cuatro años. En 2011 se negociaron 1.341 millones de euros más que en 2010, tal y como se puede observar en el cuadro 4.8. La deuda emitida por las Comunidades Autónomas volvió a ser la más negociada, suponiendo el 91,2% del volumen total.

**Contratación de renta fija en las bolsas**

CUADRO 4.8

Importes nominales en millones de euros

	2007	2008	2009	2010	2011	% var. 11/10
Deuda CC.AA. <sup>1</sup>	83.734	70.075	65.121	56.919	62.208	9,3
Otros	7.837	10.117	9.586	10.135	4.573	-54,9
Valores del mercado de deuda anotada	34	331	49	331	883	166,8
<b>Total</b>	<b>91.605</b>	<b>80.523</b>	<b>74.756</b>	<b>67.384</b>	<b>68.725</b>	<b>2,0</b>

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



### 5.1 Panorama general

Al igual que en los ejercicios precedentes, la mayor parte de la contratación en MEFF se concentró en los contratos con subyacente de renta variable (Ibex 35 y acciones individuales). El número de contratos negociados experimentó una ligera reducción respecto al año precedente. Sin embargo, en términos de valor nocional, se produjo un descenso de la contratación superior al 15% como consecuencia de la disminución de la actividad en los futuros y opciones Ibex 35, los de mayor valor nocional. El incremento de la negociación de los futuros sobre acciones individuales (con un valor nocional de cien acciones) fue insuficiente para contrarrestar la disminución referida.

La caída en el valor nocional negociado se produjo en un entorno de elevada volatilidad en los mercados de renta variable del que, en otras circunstancias, no hubiera sido extraño esperar una mayor demanda de operaciones de cobertura en los mercados de derivados. Sin embargo, la entrada en vigor en agosto de la prohibición de tomar posiciones cortas para valores del sector financiero pudo mermar de manera significativa la contratación en MEFF. A este respecto, conviene destacar que una buena parte de la caída de la negociación se produjo en el último trimestre del año, cuando la prohibición de tomar posiciones en corto ya estaba en vigor. Durante ese trimestre, el número de contratos negociados disminuyó casi el 50% con respecto al mismo periodo del año anterior.

En el Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva, la negociación rompió la tendencia al alza de años anteriores y por primera vez en los últimos ejercicios registró un descenso.

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

CUADRO 5.1

Nº de contratos, salvo otra indicación

	2007	2008	2009	2010	2011	% var. 2011/10
<b>MEFF RF</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>18</b>	<b>14</b>	<b>18</b>	<b>28,6</b>
Futuros s/deuda	13	12	18	14	18	28,6
Opciones s/deuda	-	-	-	-	-	-
Futuros y opc. s/Míbor	-	-	-	-	-	-
Futuros s/Euríbor	-	-	-	-	-	-
<b>MEFF RV</b>	<b>44.176.717</b>	<b>72.988.780</b>	<b>86.302.237</b>	<b>64.237.649</b>	<b>62.800.208</b>	<b>-2,2</b>
Futuros s/lbex 35	8.721.832	7.605.341	5.751.818	6.638.925	5.591.183	-15,8
Ibex 35 Impacto Dividendo	0	0	0	0	3.154	-
Ibex 35	8.435.258	7.275.299	5.436.989	6.280.999	5.281.218	-15,9
Ibex 35 Mini <sup>2</sup>	286.574	330.042	314.829	357.926	309.965	-13,4
Opciones s/lbex 35	567.077	828.622	435.726	307.242	219.897	-28,4
Futuros s/acciones	21.294.315	46.237.568	44.586.779	19.684.108	27.578.789	40,1
Opciones s/acciones	13.593.493	18.317.249	35.527.914	37.607.374	29.410.340	-21,8
<b>Total MEFF</b>	<b>44.176.730</b>	<b>72.988.792</b>	<b>86.302.255</b>	<b>64.237.663</b>	<b>62.800.226</b>	<b>-2,2</b>
<b>Mercado continuo</b>	<b>5.085.503</b>	<b>2.872.261</b>	<b>1.730.694</b>	<b>1.543.241</b>	<b>1.304.280</b>	<b>-15,5</b>
Warrants <sup>3</sup>	5.085.503	2.872.261	1.730.694	1.543.241	1.304.280	-15,5
<b>Pro memoria:</b>						
<b>Total EuroMEFF</b>	<b>2.430.363</b>	<b>2.038.164</b>	<b>1.394.007</b>	<b>977.142</b>	<b>718.729</b>	<b>-26,4</b>
Futuros s/ deuda europea	1.059.113	869.105	558.848	373.113	267.713	-28,2
Contratos s/ índices europeos	1.371.250	1.169.059	835.159	604.029	451.016	-25,3
Otros	-	-	-	-	-	-

Fuente: CNMV. (1) Nótese que el volumen de negociación de MEFF y EuroMEFF hace referencia al número de contratos. Las diferencias en el valor subyacente de estos impide la comparación directa entre productos, aunque sí permite realizar comparaciones interanuales. (2) El número de contratos de los futuros Ibex 35 Mini (multiplicador de 1 euro) se ha homogeneizado con el tamaño del contrato de los futuros Ibex 35 Plus (multiplicador de 10 euros). (3) Primas negociadas, en miles de euros, en el módulo de negociación electrónica del mercado continuo.

## 5.2 Mercado MEFF

A escala global, los mercados regulados de instrumentos derivados negociaron durante el pasado ejercicio un total de 185.000 millones de contratos, un 8,9% más que en 2010, según datos de la Federación Mundial de Bolsas. Por lo que respecta a los principales mercados internacionales, su evolución fue diversa. En particular, en el ámbito europeo, mientras que Eurex, el principal mercado europeo y uno de los dos mayores a escala mundial, y Nasdaq OMX experimentaron un aumento en el número de contratos negociados, en NYSE Euronext Liffe se produjo un descenso de la contratación, como se aprecia en el cuadro 5.2.

## Miles de contratos

	2008	2009	2010	2011	% var. 2011/10
Eurex	2.165.043	1.687.159	1.897.403	2.043.920	7,7
NYSE Euronext Liffe	1.049.730	1.056.012	1.222.556	1.113.359	-8,9
Nasdaq OMX	166.481	102.129	108.611	116.971	7,7
MEFF	72.989	86.302	64.237	62.800	-2,2

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

En cuanto a MEFF, ya se ha indicado que este mercado experimentó un ligero retroceso en el número de contratos negociados. El descenso se materializó en todos los contratos negociados, salvo en futuros sobre acciones individuales, como se aprecia en el cuadro 5.1. Respecto a los contratos más importantes negociados en MEFF, destacó el contraste en la evolución de la contratación entre futuros y opciones sobre acciones individuales españolas. Mientras que, para los primeros, el número de contratos negociados aumentó un 40%, para las segundas se produjo un descenso del 21%. A pesar de que la negociación en opciones sobre acciones descendió por segundo año consecutivo, este instrumento volvió a ser el de mayor peso en cuanto al número de contratos negociados. Tanto en opciones como en futuros sobre acciones individuales, la mayor parte de la negociación se concentró, nuevamente, en los contratos con subyacentes más líquidos, de mayor capitalización en el mercado de contado e incluidos en el índice Eurostoxx 50.

Si los contratos sobre acciones individuales fueron los de mayor peso en cuanto al número de contratos negociados, los más importantes en términos de valor nocional del subyacente, como ya se ha indicado, fueron los futuros sobre Ibex 35, cuyo valor nocional por contrato asciende a 85.000 euros. El número de futuros negociados de esta clase disminuyó en un 15,8% durante el ejercicio.

Una de las principales novedades del ejercicio fue la introducción de contratos de futuros sobre dividendos de las cinco acciones más líquidas del Ibex 35, cuyas características se comentan más adelante. En conjunto, se negociaron más de tres mil contratos correspondientes a estos nuevos instrumentos.

El número total de miembros de MEFF se redujo en dos en MEFF RV, mientras que el de MEFF RF no se modificó. Por categorías de miembros, destacó la reducción de cuatro miembros negociadores en MEFF RV. Con respecto a los liquidadores custodios, el nuevo Reglamento de MEFF aprobado en 2011 ya no contempla esta categoría y estos participantes pasaron a formar parte de la categoría de liquidadores. El cuadro 5.3 recoge el desglose de miembros según las diferentes categorías y los cambios con respecto al año anterior.

	2010	2011
<b>MEFF renta variable</b>	<b>94</b>	<b>92</b>
Liquidadores custodios	24	–
Liquidadores	26	52
Negociadores	26	22
Negociadores por cuenta propia	18	18
<b>MEFF renta fija</b>	<b>37</b>	<b>43</b>
Liquidadores custodios	24	20
Liquidadores	7	22
Negociadores	6	1

Fuente: MEFF y CNMV.

### 5.2.1 Novedades del mercado MEFF

#### Modificación del Reglamento de MEFF

Tras la publicación del RD 1282/2010, de 15 de octubre, MEFF solicitó la modificación de su Reglamento para incorporar a su normativa los cambios previstos en el nuevo marco legal. Una vez aprobado por el Consejo de la CNMV, el nuevo Reglamento de MEFF entró en vigor en enero de 2011. Este reglamento incluye entre sus principales novedades las siguientes:

- El establecimiento de un registro de doble escalón, permitiendo la figura del miembro registrador.
- La posibilidad de admitir a negociación y/o registro instrumentos distintos de los derivados con subyacente financiero.
- La modificación de la estructura de garantías, con el establecimiento de la garantía colectiva, que es aportada por los miembros liquidadores y se utiliza de forma solidaria en caso de necesidad.
- La asignación de una parte de los recursos propios de MEFF a la compensación de las pérdidas, en caso de incumplimiento de un miembro liquidador, que no hayan sido cubiertas con las garantías por él aportadas. Esta cantidad se utiliza de forma previa a la garantía colectiva.
- La actualización y mejora de los procedimientos de declaración y gestión de incumplimientos, con asignación de la responsabilidad a quien soporta el riesgo (miembro o cámara). La gestión de incumplimientos se basa en dos principios: *cross default* (el incumplimiento de un miembro se produce frente a MEFF y por tanto supone incumplimiento en todos los grupos de contratos en los que participa) y no contaminación entre segmentos (en caso de incumplimiento, las garantías aportadas por MEFF o por otros miembros en un grupo de contratos no pueden compensar pérdidas por la gestión del incumplimiento en otros grupos de contratos).

Entre los nuevos contratos admitidos por MEFF durante 2011 se encuentran los futuros sobre dividendos de acciones individuales (admitidos a negociación y registro). En estos contratos el activo subyacente es la suma de los dividendos brutos ordinarios pagados por una determinada compañía (inicialmente, las cinco más importantes del índice Ibex 35) entre dos fechas predeterminadas. Este contrato puede usarse como cobertura del componente de dividendos de las operaciones en otros instrumentos, como los futuros y opciones sobre acciones, con la intención de aislar la exposición a la volatilidad o a la evolución del precio de la acción sin asumir el riesgo derivado de la estimación de los dividendos, incorporado en la valoración de dichos contratos.

Por otra parte, en aplicación de la nueva posibilidad de admitir derivados solo a registro, para su posterior compensación y liquidación, MEFF ha incorporado dentro del grupo de derivados financieros los contratos flex sobre el Ibex 35 y acciones individuales, en los que el vencimiento y el precio de ejercicio no son estándar.

Adicionalmente, el 21 de marzo de 2011 comenzó a funcionar MeffPower, nombre comercial del grupo de derivados sobre energía, en el que están admitidos a registro futuros y *swaps* sobre electricidad, referenciados al precio de la energía en el polo español del Mercado Ibérico de la Electricidad y negociados OTC. Por tratarse de un grupo de contratos diferente, MeffPower cuenta con su propia garantía colectiva. Los contratos que se registren se liquidarán por diferencias. La actividad de este segmento ha ido creciendo a lo largo del año, especialmente a partir del mes de agosto, alcanzando un volumen acumulado de 7,4 millones de megavatios/hora y un efectivo registrado de 395,5 millones de euros.

Desde su creación, se han dado de alta un total de 24 miembros. La gran mayoría y, a su vez, los más activos, son miembros de carácter industrial (19 miembros), que se han dado de alta como miembros negociadores por cuenta propia, mientras que el resto son bancos (tres miembros liquidadores generales y dos miembros negociadores).

## Materialización de garantías mediante valores

Entre los valores aceptados como forma de materialización de las garantías, MEFF estableció por circular la aceptación de garantías constituidas mediante valores registrados en Clearstream Banking Luxembourg, S.A. (Clearstream). Con esta modificación se amplía la lista de valores admitidos como colateral, que ahora incluye determinadas emisiones de deuda pública soberana doméstica de Alemania, Francia, Reino Unido, Holanda, Bélgica y Austria. Los valores dados en garantía se anotan en la cuenta que MEFF mantiene en Clearstream.

Dentro de este apartado también cabe reseñar que, como consecuencia de la volatilidad asociada a las tensiones sobre los mercados de deuda, MEFF ha incrementado los descuentos (*haircuts*) aplicables a los valores admitidos como forma de materialización de las garantías, además de realizar varios ajustes a los parámetros de estas últimas.

## Miembros liquidadores

MEFF también desarrolló por circular la posibilidad recogida en el reglamento de que un miembro negociador pueda tener dos miembros liquidadores generales. Esta facilidad permite que haya una diversificación del riesgo operativo respecto al miembro liquidador que tienen los miembros negociadores, haciendo posible que uno de estos últimos tenga asegurada su inmediata continuidad operativa en MEFF ante la quiebra de su miembro liquidador o cualquier otro tipo de incidencia.

### 5.3 Warrants y certificados

Uno de los aspectos más destacados en la evolución de los mercados de *warrants* y certificados durante 2011 fue el muy significativo incremento de la actividad en el mercado primario para los *warrants* y en el secundario para los certificados, especialmente en contratos con subyacente materias primas, asociado a la elevada volatilidad de los precios de la energía y a la rentabilidad del oro. También cabe destacar una mayor presencia en estos mercados de los inversores institucionales.

Dentro del mercado secundario, los *warrants* mantuvieron su preponderancia en la negociación respecto a los certificados, aunque estos aumentaron su peso relativo en la misma gracias al importante aumento de la negociación de certificados sobre materias primas, especialmente por parte de los inversores institucionales. El incremento de la operativa de los inversores institucionales se reflejó en un incremento del valor medio efectivo por transacción.

#### 5.3.1 Emisiones

En el mercado primario de *warrants*, la actividad emisora de 2011 estuvo protagonizada por las nueve entidades que se habían venido manteniendo activas en este mercado desde 2009. Se realizaron un total de 9.237 emisiones, con un incremento del 10,2% respecto al año anterior, mientras que las primas alcanzaron un importe de 5.545 millones de euros, lo que supuso un incremento del 12,8%.

Durante el ejercicio 2011 se incorporaron más de 20 nuevos subyacentes, entre los que se incluyen valores emitidos por empresas internacionales y nuevas divisas, como la lira turca. Asimismo, destacó el incremento de las primas en las emisiones de *warrants* sobre materias primas, que se duplicaron respecto a 2010. El mayor volumen en términos de las primas captadas volvió a concentrarse en las emisiones de *warrants* sobre acciones individuales, que aumentó un 28%. Como se aprecia en el cuadro 5.4, las primas correspondientes a divisas e índices disminuyeron.

En cuanto a los certificados, tras una reactivación muy ligera del mercado primario en 2010, durante el pasado ejercicio no se registraron emisiones, como ya sucediera en 2009 (véase cuadro 5.5).

## Emisiones de *warrants* registradas en la CNMV

CUADRO 5.4

Mercados y emisores  
Mercados de productos  
derivados

Importes en miles de euros

	Número		Importe de la prima				Materias primas
	Emisores	Emisiones	Total	Acciones	Índices <sup>1</sup>	Divisas	
2008	8	9.790	12.234.336	6.914.044	4.552.107	425.336	342.850
2009	9	7.342	5.165.129	2.607.091	2.000.077	328.862	229.099
2010	9	8.375	4.915.297	2.537.377	1.852.552	371.084	154.285
2011	9	9.237	5.544.579	3.211.742	1.786.793	228.172	317.873

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

## Emisiones de certificados registradas en la CNMV

CUADRO 5.5

Importes en miles de euros

	Número		Importe de la prima				Materias primas
	Emisores	Emisiones	Total	Acciones	Índices <sup>1</sup>	Divisas	
2008	1	10	120.083	31.583	88.500	0	0
2009	0	0	0	0	0	0	0
2010	1	1	10.136	0	0	0	10.136
2011	0	0	0	0	0	0	0

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

### 5.3.2 Negociación

La negociación en el mercado secundario de *warrants* se redujo por cuarto año consecutivo, con unas primas totales negociadas de 1.500 millones de euros, un 6% menos que en 2010. Con la excepción de los *warrants* sobre materias primas, que cuadruplicaron la negociación con respecto al año anterior, la contratación en el resto de subyacentes disminuyó con respecto a 2010, como se advierte en el cuadro 5.6. Este mayor interés de los *warrants* sobre materias primas, especialmente los contratos sobre el petróleo, coincidió con un año de elevada volatilidad en los precios de la energía.

## Contratación de *warrants* en el mercado continuo

CUADRO 5.6

Primas negociadas en miles de euros

	Nº de emisiones	Primas negociadas por tipo de subyacente				Total
		Índices <sup>1</sup>	Acciones	Divisas <sup>2</sup>	Materias primas	
2008	9.770	1.066.510	1.727.644	78.107	71.467	2.943.728
2009	8.038	761.610	907.527	61.557	37.749	1.768.443
2010	7.750	689.565	820.500	33.176	59.970	1.603.211
2011	8.328	518.219	751.968	34.096	245.916	1.550.200

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

A pesar de la nula actividad en el mercado primario durante el ejercicio, la contratación de certificados experimentó un aumento notable, asociado, como se ha indicado, a la actividad en contratos con subyacente materias primas (véase cuadro 5.7). En concreto, las primas negociadas alcanzaron, en total, un importe de 92 millones de euros, más de cuatro veces el importe alcanzado en 2010. Las primas negociadas en materias primas supusieron el 96% del importe indicado.

#### Contratación de certificados en el mercado continuo

CUADRO 5.7

Primas negociadas en miles de euros

	Nº de emisiones	Primas negociadas por tipo de subyacente				Total
		Índices <sup>1</sup>	Acciones	Divisas	Materias primas	
2008	26,0	13.674	1.617	0	1.514	16.805
2009	22,0	33.087	978	0	5.095	39.160
2010	16,0	10.563	1.542	0	9.910	22.015
2011	13,0	3.856	240	0	87.960	92.055

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

#### 5.4 Otros contratos financieros

En 2011 no se produjeron emisiones de contratos de compraventa de opciones. Durante los últimos años, la actividad en este segmento ha sido reducida, tanto en el número de emisores como en el volumen emitido (véase cuadro 5.8).

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

CUADRO 5.8

Importes en miles de euros

	Número		Importe de la prima				
	Emisores	Emisiones	Total	Acciones	Índices <sup>1</sup>	Materias primas	Tipos de cambio
2008	1	4	77.000	77.000	0	0	0
2009	1	3	35.000	25.000	10.000	0	0
2010	1	7	64.000	47.000	17.000	0	0
2011	0	0	0	0	0	0	0

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

## 5.5 Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva

La contratación en el Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva<sup>1</sup> (MFAO) sufrió en 2011 un significativo descenso con respecto al año anterior. En concreto, se negociaron un total de 63.173 contratos<sup>2</sup>, lo que supuso un descenso del 61,9% con respecto a 2010 año en el que se registró el record histórico de contratación.

El número de miembros en MFAO se incrementó en 2011 por la incorporación de un nuevo miembro industrial perteneciente al sector del aceite de oliva (véase cuadro 5.9). El resto de miembros financieros permanecieron invariables con respecto al año precedente.

### Número de miembros en MFAO

CUADRO 5.9

	2010	2011
Liquidadores custodios	5	5
Liquidadores	5	5
Negociadores	2	2
Industriales	7	8
<b>Total</b>	<b>19</b>	<b>20</b>

Fuente: MFAO y CNMV.

#### 5.5.1 Novedades del mercado MFAO

Ante la caída de volumen registrada durante 2011, MFAO ha comenzado a desarrollar iniciativas con el objetivo de incrementar la transparencia del mercado no solo para sus participantes directos sino también para el público en general. En concreto, durante 2011, MFAO puso en marcha dos iniciativas. Mediante la primera de ellas, los usuarios pueden acceder a la información de contratación en tiempo real a través tanto de una ventana de acceso libre en el sitio web del mercado como de una aplicación para teléfono móvil con acceso a internet.

A través de una segunda iniciativa, el mercado desarrolló mediante circular dos nuevos tipos de orden: i) órdenes todo o nada con vigencia y ii) órdenes combinadas por diferencia de precios con vigencia, dirigidas a facilitar el cruce de órdenes todo o nada de gran volumen y de negociación simultánea de dos vencimientos (*rollover*). En ambos casos, la ejecución debe realizarse por el volumen total, como en las órdenes todo o nada tradicionales pero, a diferencia de estas últimas, las órdenes que no se puedan ejecutar en el momento de su introducción, en lugar de desaparecer del sistema, se mantienen vivas en pantallas informativas específicas hasta el momento en que se den las circunstancias que permitan su ejecución.

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

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



## 6 Registro, contrapartida, compensación y liquidación

### 6.1 Iberclear

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

A finales de 2011, Iberclear contaba con 211 entidades participantes, 14 entidades más que al finalizar 2010 (véase cuadro 6.1). El número de entidades participantes en actividades de liquidación aumentó en 17 en el mercado de deuda pública y en 20 en AIAF. En cambio, el número de entidades participantes en la plataforma de renta variable se redujo en tres (dos en las bolsas y una en Latibex).

#### Entidades participantes en Iberclear

CUADRO 6.1

	2010	2011
<b>Total Iberclear<sup>1</sup></b>	<b>197</b>	<b>211</b>
<b>Miembros de:</b>		
Bolsas	88	86
Latibex	75	74
AIAF	81	101
Deuda pública	154	171

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

#### 6.1.1 Iberclear-CADE

En 2011, el número de emisiones registradas en esta plataforma ascendió a 4.805, con un importe nominal total de 1,5 billones de euros (véase cuadro 6.2). De ellas, el 92% estaban admitidas a cotización en el mercado AIAF y el resto en el de deuda pública. Atendiendo al importe nominal, el 57% correspondía a emisiones cotizadas en AIAF y el 43% restante a emisiones de deuda pública. En términos globales, considerando ambos mercados, se produjo un incremento del 19% en el número de emisiones respecto al año anterior y del 7% en los importes nominales emitidos. Considerando exclusivamente el mercado AIAF, se observó un aumento del 20% en el número de emisiones respecto a 2010 y del 3% en los importes nominales emitidos. En el mercado de deuda pública, el número de emisiones aumentó un 9% y el importe nominal emitido lo hizo en un 14%.

### Iberclear-CADE: actividad de registro

CUADRO 6.2

Importes en millones de euros

	Deuda pública		AIAF		Total		% var. 11/10
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	
Número de emisiones	343	374	3.680	4.431	4.023	4.805	19,4
Importe nominal	580.687	664.335	858.863	881.269	1.439.550	1.545.604	7,4

Fuente: Iberclear.

En cuanto a la actividad de liquidación, cuyos datos se recogen en los cuadros 6.3 y 6.4, en el mercado AIAF, a lo largo de 2011 se observó un aumento del 22% en el número de operaciones simples y del 34% en su importe nominal. En este mercado cabe destacar, asimismo, el fuerte aumento, de un 242%, en el número de operaciones de traspaso a vencimiento, muy ligadas a las ofertas de amortizaciones y canjes de participaciones preferentes por parte de las entidades emisoras. En el mercado de deuda pública se produjo un aumento generalizado respecto a 2010 en todos los tipos de operaciones, tanto en número como en nominal, a excepción de las operaciones de repos y simultáneas y los traspasos temporales. Un hecho a destacar fue el aumento de un 52% del número de operaciones simples y de un 49% en su importe nominal.

### Iberclear-CADE: número de operaciones liquidadas

CUADRO 6.3

	Deuda pública		AIAF		Total		% var.
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	
Compras y ventas simples	359.162	547.460	977.641	1.189.677	1.336.803	1.737.137	30,0
Repos y simultáneas	3.805.081	3.510.056	131.337	119.508	3.936.418	3.629.564	-7,8
Traspasos a vencimiento	296.000	439.131	189.808	649.539	486.408	1.088.670	123,8
Traspasos temporales	42.898	32.253	60	7	42.958	32.260	-24,9
Transferencia de valores a vencimiento	543.822	720.003	62.707	78.553	606.529	798.556	31,7
Transferencia por garantías financieras	2.023	2.306	11.749	8.384	13.772	10.690	-22,4
<b>Total</b>	<b>5.049.586</b>	<b>5.251.209</b>	<b>1.373.302</b>	<b>2.045.668</b>	<b>6.422.888</b>	<b>7.296877</b>	<b>13,6</b>

Fuente: Iberclear.

### Iberclear-CADE: importe de las operaciones liquidadas<sup>1</sup>

CUADRO 6.4

Importes en millones de euros

	Deuda pública		AIAF		Total		% var.
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	
Compras y ventas simples	5.210.532	7.548.843	321.889	431.507	5.532.421	7.980.350	44,2
Repos y simultáneas <sup>2</sup>	33.166.450	27.535.883	6.864.032	10.208.092	40.030.482	37.743.975	-5,7
Traspasos a vencimiento	5.397.178	10.104.297	1.601.777	1.574.055	6.998.955	11.678.352	66,9
Traspasos temporales	285.554	189.817	174	125	285.728	189.942	-33,5
Transferencia de valores a vencimiento	11.914.308	16.036.094	627.580	721.475	12.541.888	16.757.569	33,6
Transferencia por garantías financieras	82.338	124.364	283.501	212.217	365.839	336.581	-8,0
<b>Total</b>	<b>56.056.360</b>	<b>61.539.298</b>	<b>9.698.953</b>	<b>13.147.471</b>	<b>65.755.313</b>	<b>74.686.769</b>	<b>13,6</b>

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

## 6.1.2 Iberclear-SCLV

Al cierre del ejercicio, Iberclear tenía registradas 6.246 emisiones, con un valor nominal de 114.372 millones de euros. Con respecto al año anterior, se produjo un aumento del número de emisiones registradas, manteniéndose prácticamente igual el importe nominal registrado, tal y como se aprecia en el cuadro 6.5

### Iberclear-SCLV: actividad de registro

CUADRO 6.5

Importes en millones de euros

	Bolsa			Latibex		
	2010	2011	% var.	2010	2011	% var.
Número de emisiones	5.820	6.246	7,3%	33	34	3,0
Importe registrado <sup>1</sup>	113.597	114.372	0,7%	279	156	-44,2

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

En línea con la evolución de la contratación, la actividad liquidadora en Iberclear durante el ejercicio de 2011 se caracterizó por un aumento del número de operaciones, acompañado de un descenso del importe liquidado, derivado, esencialmente, del descenso de los precios. Como se indica en el capítulo 3 de este informe, el aumento en el número de operaciones refleja, en parte, el aumento de la negociación algorítmica, común a otros grandes mercados. También debe destacarse el crecimiento en la modalidad de pago de dividendo mediante acciones (*scrip dividend*), en particular por parte de aquellos emisores que suelen abonar sus dividendos trimestralmente. Considerando conjuntamente las bolsas y Latibex, el número de operaciones liquidadas en 2011 fue algo superior a los 34 millones, con un valor efectivo por encima de 1,8 billones de euros. En comparación con el año anterior, se produjo un aumento del 8% en el número de operaciones y una disminución del 11% del importe total liquidado. En el caso concreto de Latibex, el volumen efectivo se redujo un 30%.

Iberclear liquida las operaciones de compraventa de valores de renta variable y los traspasos de valores de un mismo titular entre diferentes entidades. Los traspasos pueden realizarse contra pago o libres de pago. En 2011, el número de traspasos libres de pago se redujo un 37%, mientras que el número de traspasos contra pago se mantuvo prácticamente constante. En el caso de Latibex, la mayor disminución se observó en los traspasos contra pago, que experimentaron una reducción del 30%, mientras que los traspasos libres de pago se redujeron un 6%.

Importes en millones de euros

	Bolsa				Latibex			
	Nº operaciones		Importe		Nº operaciones		Importe	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Compras y ventas	31.623.799	34.057.075	2.080.138	1.858.930	52.413	49.550	1.035	726
Ventas vencidas	39.110	45.811	4.500	5.296	1.585	1.398	27	28
Recompras	138	249	12	15	18	8	0,2	0,1
Traspasos l/p	218.001	1.044.713	0	0	1.615	1.525	0	0
Traspasos c/p	1.071.930	1.044.713	545.110	460.788	1.926	1.355	68	44
OTC c/p	-	18	-	10	-	0	-	0
OTC l/p	-	32	-	0	-	0	-	0
OTC ECC c/p	-	105.167	-	8.687	-	0	-	0
OTC ECC l/p	-	38	-	0	-	0	-	0
<b>Total</b>	<b>32.913.730</b>	<b>35.345.444</b>	<b>2.625.248</b>	<b>2.328.415</b>	<b>55.954</b>	<b>52.430</b>	<b>1.103</b>	<b>770</b>

Fuente: Iberclear. l/p = libres de pago, c/p = contra pago. OTC ECC = operaciones bilaterales a través de entidades de contrapartida central.

Durante el ejercicio de 2011 entraron en funcionamiento los procedimientos de liquidación y registro de operaciones bilaterales realizadas fuera del mercado secundario oficial (operaciones OTC). Como puede apreciarse en el cuadro 6.6, el número de operaciones OTC liquidadas a través de entidades de contrapartida central (ECC) ascendió a 105.205, casi en su totalidad contra pago, con un efectivo de 8.687 millones de euros. Por su parte, el número de operaciones puramente bilaterales liquidadas durante el año ascendió, en total, a 50, con un importe de diez millones de euros.

El peso relativo de las operaciones de venta vencidas, esto es, de las operaciones de venta no liquidadas durante el ciclo de liquidación previsto por el sistema (a completar actualmente en D+3), siguió siendo reducido, aunque se incrementó ligeramente respecto al año anterior. Así, en términos de importe, dichas ventas supusieron el 0,54% del total liquidado, frente al 0,44% del año anterior. Por su parte, el número de operaciones de venta no liquidadas representó el 0,34% del total, en comparación con el 0,29% en 2010.

### 6.1.3 Mejoras técnicas en los servicios

#### Liquidación y registro de las operaciones al amparo del Título V del Reglamento de la Sociedad de Sistemas

Como se ha señalado anteriormente, durante 2011 entraron en funcionamiento los procedimientos de liquidación y registro de operaciones bilaterales realizadas fuera del mercado secundario oficial. Estas operaciones se realizan en virtud del Título V del Reglamento de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, titulado «Liquidación y registro de operaciones de compraventa de valores admitidos a negociación en las bolsas de valores y realizadas al margen de los mercados bursátiles». En concreto, se pusieron en marcha dos tipos de procedimiento: uno de liquidación general, que atiende a la negociación

puramente bilateral o estrictamente OTC, y otro destinado a liquidar las operaciones que proceden de una ECC, que se siguen, a su vez, del resultado neto de las operaciones cruzadas en un sistema multilateral de negociación.

**Mercados y emisores**  
Registro, contrapartida,  
compensación y liquidación

### **Convenios con entidades que desempeñen funciones análogas y entidades de contrapartida central**

La CNMV aprobó las disposiciones necesarias para poner en funcionamiento la plataforma Link-Up Markets. Esta plataforma, que está gestionada por diez depositarios centrales de valores (DCV), entre ellos Iberclear, comenzó su actividad en febrero de 2011. Su objetivo es mejorar la eficiencia y reducir los costes de poscontratación de operaciones transfronterizas de valores. Hasta el momento, se han aprobado dos enlaces dentro de Link-Up.

Por otro lado, dentro del Título VI, se aprobó la Circular 9/2011 de Iberclear, «Convenios con Entidades de Contrapartida Central», que desarrolla el procedimiento para la aprobación de los convenios entre Iberclear y una ECC, en virtud del apartado 7 del artículo 44 bis de la Ley 21/1988. Durante el pasado ejercicio se aprobó un convenio con una ECC y se avanzó en las negociaciones de los convenios con otras cámaras.

#### **Avances en el proyecto de reforma del sistema de compensación y liquidación de valores**

RECUADRO 6.1

Los trabajos para la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores continuaron durante 2011 con el desarrollo de nuevas modificaciones normativas y avances en el diseño funcional y en la arquitectura del sistema. En concreto, durante el primer trimestre del año, se sometieron a consulta pública las principales propuestas de la reforma del sistema para recabar opiniones sobre las mismas por parte de los participantes y el resto de los agentes interesados. El documento tuvo una acogida favorable, con un alto número de contribuciones y un nivel de representatividad elevado. El 31 de marzo de 2011, una vez analizadas las respuestas a la consulta pública y teniendo en cuenta toda la información obtenida desde el comienzo del proceso, el Presidente de la CNMV elevó al Ministerio de Economía y Hacienda la memoria explicativa de la propuesta de reforma que sería recogida en la Ley 32/2011, de 4 de octubre, que modifica la LMV.

La reforma prevé la intervención de una entidad de contrapartida central en las operaciones de renta variable negociadas de forma multilateral, que realizará la función de recepción y aceptación de las órdenes de transferencia de valores y dinero y efectuará la compensación de las mismas, dando firmeza a dichas operaciones y comunicando los resultados a un depositario central de valores para que culmine las operaciones de ejecución correspondientes.

La CNMV, en colaboración con el Banco de España, constituyó un Comité de Coordinación, en el que están representadas tanto las infraestructuras del mercado como las principales asociaciones del sector. Este comité debe asegurar el cumplimiento de los plazos de implantación, establecer las líneas a se-

guir, debatir y alcanzar acuerdos sobre los distintos apartados de la reforma. El trabajo de naturaleza técnica queda en manos de la Comisión Técnica Asesora de Iberclear (CTA), que, tras ampliar significativamente su composición, cuenta con una nutrida representación del sector.

En el transcurso de los trabajos de reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores se están teniendo en cuenta los avances en las diferentes iniciativas en el ámbito europeo sobre valores anotados en cuenta, depositarios centrales de valores y sobre el reglamento comunitario de entidades de contrapartida central.

Los trabajos, no exentos de dificultad técnica, están supeditados a la necesidad de converger en el tiempo con la implementación de la plataforma Target2-Securities, prevista para junio de 2015.

#### 6.1.4 Iniciativas de integración europea

En 2011 siguieron progresando en el ámbito europeo distintas iniciativas relacionadas con la poscontratación, cuyos aspectos más destacables se describen a continuación.

##### Target 2-Securities (T2S)

Durante 2011 prosiguieron los trabajos relativos al proyecto T2S, consistente en la creación de una plataforma única de liquidación de valores en el entorno del Euro-sistema. En particular, el Consejo de Gobierno del BCE aprobó el Acuerdo Marco que desarrolla este proyecto, que pretende facilitar la liquidación centralizada de las operaciones de valores en euros o en otras monedas. Por otro lado, en el mes de marzo se aprobaron las especificaciones técnicas detalladas para usuarios, muy importantes para que los DCV y los participantes directos puedan realizar las adaptaciones necesarias en sus sistemas. El próximo 30 de junio de 2012 es la fecha límite para que los DCV se adhieran a esta iniciativa.

Las modificaciones que se proponen con la reforma del sistema español de compensación y liquidación permitirán adaptar plenamente la liquidación de los mercados españoles al modelo propuesto por T2S. Estas reformas permitirán un mejor encaje en este proyecto y facilitarán la interoperabilidad del sistema de liquidación español con los sistemas existentes en Europa. Se espera que la reforma del sistema español esté plenamente operativa a partir de junio de 2015.

##### Propuesta de Reglamento europeo sobre derivados OTC, ECC y registros de información de transacciones (EMIR)

Este reglamento constituye uno de los grandes ejes de las reformas europeas en materia de regulación tras la crisis financiera de 2008. En concreto, el EMIR supone la creación de un marco normativo europeo armonizado en el ámbito de la poscontratación. Su origen se remonta a septiembre de 2009, cuando los líderes de G-20 acordaron que «todos los contratos de derivados OTC estandarizados deberían ser nego-

ciados en mercados o plataformas electrónicas de negociación, cuando fuera posible, y ser compensados a través de contrapartidas centrales al final de 2012. Los contratos de derivados OTC deberían ser reportados a registros de información de transacciones (*trade repositories*)»<sup>1</sup>. En línea con este acuerdo, la Comisión Europea presentó al Parlamento Europeo y al Consejo una propuesta legislativa en septiembre de 2010, que se halla actualmente en su fase final de aprobación, esperándose que su entrada en vigor sea efectiva a principios de 2013<sup>2</sup>.

El calendario de actuaciones previsto exige la elaboración de una serie de normas técnicas regulatorias (*regulatory technical standards*) que desarrollarán los detalles relevantes del nuevo reglamento. Estas normas técnicas, que deberán ser aprobadas por la Comisión Europea, serán redactadas por las nuevas autoridades financieras europeas, tarea en la que ESMA jugará un papel central.

### Propuesta de Reglamento europeo sobre depositarios centrales de valores (DCV)

Otro importante proyecto regulador europeo en el ámbito de la poscontratación es el relativo a la armonización de la normativa sobre DCV. El 7 de marzo de 2012, la Comisión Europea presentó ante el Parlamento Europeo y el Consejo una propuesta de Reglamento sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores<sup>3</sup>, en la que destacan, entre otras, las siguientes medidas:

- acortamiento armonizado del plazo de liquidación, que quedará fijado en un máximo de dos días a contar desde la fecha en que los valores se negocien en un bolsa de valores u otro mercado regulado;
- sujeción de los participantes que no entreguen los valores en la fecha de liquidación acordada a sanciones y a la obligación de comprar tales valores en el mercado y entregarlos a sus contrapartes;
- estrictos requisitos prudenciales, de organización y conducta para los DCV, con sujeción a la autorización y supervisión de las autoridades nacionales competentes, a fin de asegurar su viabilidad y la protección de sus usuarios; (iv) establecimiento de un «pasaporte comunitario» para los DCV autorizados que les permitirá prestar servicios en otros Estados Miembros;
- plena libertad de los usuarios para elegir DCV en el ámbito europeo;
- derecho de los DCV de la UE a acceder a cualquier otro DCV o a las demás infraestructuras del mercado, tales como centros de negociación o entidades de contrapartida central (ECC), con independencia del país en que radiquen.

---

1 Véase el comunicado de la Cumbre de Pittsburgh, de 25 de septiembre de 2009, disponible en [http://www.g20.org/Documents/pittsburgh\\_summit\\_leaders\\_statement\\_250909.pdf](http://www.g20.org/Documents/pittsburgh_summit_leaders_statement_250909.pdf).

2 Véase [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/derivatives/index\\_en.htm#proposals](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm#proposals).

3 Disponible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52012PC0073:es:PDF>.

## Directiva sobre seguridad jurídica de las tenencias y transacciones de valores

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

Esta Directiva pretende regular el ejercicio de los derechos de estos inversores frente a su intermediario, frente al emisor y frente a terceros. Regulará también, entre otras cuestiones, la constitución de derechos reales sobre estos valores y las situaciones de insolvencia de los intermediarios. Dado que el proyecto de Directiva no pretende imponer un modelo de registro concreto, podría mantenerse el actual sistema español de registro de valores anotados en cuenta, aunque con algunas modificaciones normativas.

### 6.2 MEFFClear

Al igual que en 2010, durante el pasado ejercicio se produjo un fuerte incremento del registro de operaciones en esta cámara, gestionada por MEFF RF. Así, la actividad llegó casi a triplicarse en términos del volumen nominal registrado respecto a 2010 (véase cuadro 6.7), con un volumen de operaciones que casi quintuplicó el del año anterior. El incremento de la actividad fue especialmente intenso en la segunda mitad del año, periodo que concentró casi el 65% del volumen y más del 71% de las operaciones. A diferencia de lo ocurrido durante 2010, el registro de operaciones se nutrió prácticamente en su totalidad de operativa bilateral. Las operaciones procedentes de SENAF tan solo supusieron el 0,3% del total.

El aumento de las operaciones estuvo acompañado de una reducción progresiva a lo largo del año del importe nominal promedio por operación y del plazo medio de las operaciones simultáneas. El primero pasó de 109 millones de euros en enero a 82 millones en diciembre, mientras que el segundo se redujo de 19 a siete días durante el mismo periodo.

También destacó el aumento en el peso relativo de las operaciones simultáneas registradas en la cámara respecto del total del mercado en esta modalidad. Este peso relativo pasó de situarse, en promedio, en torno al 2,7% del total en 2010 a casi el 6,5% en 2011, si bien el porcentaje mensual se fue incrementando progresivamente a lo largo del año hasta situarse por encima del 11% en diciembre. Este incremento fue especialmente acusado en el caso de las entidades que en mayor medida utilizan los repos para financiarse.

El aumento de actividad de esta cámara también estuvo relacionado con el mayor número de participantes. En 2011 se dieron de alta 13 nuevos miembros, llegando a un total de 35. De estos, 33 realizaron algún tipo de actividad, doce más que en 2010.

Durante 2011 MEFFClear actualizó diversas circulares relacionadas con las garantías. Entre ellas destacan las publicadas a finales de año relativas a la actualización

de *haircuts* y a los supuestos de petición de garantías extraordinarias. Ambas circulares tenían como objetivo mejorar la agilidad de la cámara en la gestión y en la cobertura del riesgo en situaciones de alta volatilidad. La modificación de la circular de garantías extraordinarias introdujo un mecanismo automático de actualización de los plazos de reacción. Esta modificación implica en la práctica un incremento de las garantías en situaciones en las que, durante dos días consecutivos, los diferenciales de la Deuda Pública española a los diferentes plazos se sitúen por encima de determinados umbrales respecto a una cesta de emisiones de deuda de distintos países de la zona del euro.

**Mercados y emisores**  
 Registro, contrapartida,  
 compensación y liquidación

## **Evolución de la actividad en MEFFCLEAR**

CUADRO 6.7

Importes en millones de euros

	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Volumen nominal registrado en la plataforma SENAF	155.380	2.137
Volumen nominal en operaciones bilaterales	119.512	697.572
<b>Total</b>	<b>274.892</b>	<b>699.709</b>
Número de operaciones en SENAF	1.188	26
Número de operaciones bilaterales	717	9.217
<b>Total</b>	<b>1.905</b>	<b>9.243</b>
<b>Número de miembros</b>	<b>24</b>	<b>35</b>

Fuente: MeffClear/CNMV.



### III Entidades financieras y servicios de inversión



### 7.1 Fondos de inversión (FI)

El patrimonio de los fondos de inversión se situó en 132.369 millones de euros al cierre de 2011, lo que supone un descenso del 8% respecto al cierre de 2010. Como ya sucediera en ese ejercicio, en el que se registró una reducción del patrimonio del 15,6%, el descenso provino fundamentalmente de los reembolsos, que superaron ampliamente a las suscripciones. Así, de los 11.526 millones de euros de caída en el patrimonio de los fondos, 10.853 correspondieron a reembolsos netos y 673 a minusvalías en sus carteras.

Al igual que en 2010, la evolución del patrimonio agregado del sector se vio fuertemente afectada por lo sucedido en las vocaciones más conservadoras: renta fija, renta fija mixta, garantizado de renta variable y garantizado de renta fija. En las tres primeras vocaciones, el descenso del patrimonio fue, en conjunto, de 15.775 millones de euros, correspondiendo la mayor parte de este importe a reembolsos netos. La fuerte salida de recursos en estas categorías se vio compensada parcialmente por un buen comportamiento de los fondos garantizados de renta fija, cuyo patrimonio aumentó en 8.879 millones de euros, de los cuales 7.809 millones correspondieron a suscripciones netas (véase anexo II.1). Un parte importante del resto de la pérdida de patrimonio por reembolsos netos en las vocaciones conservadoras se pudo haber dirigido hacia los depósitos a plazo de las entidades de crédito.

En lo que respecta al resto de las categorías de fondos, su patrimonio descendió en 2.833 millones de euros, lo que supone una pérdida del 8,9% del patrimonio con que contaban en 2010. A diferencia de las categorías más conservadoras, la mayor parte de la pérdida de patrimonio, en concreto un 63,6% de la misma, se debió a minusvalías en las carteras. El comportamiento de las suscripciones netas en estos fondos fue dispar. Así, mientras que las categorías de renta variable mixta y de retorno absoluto registraron unos reembolsos netos de 1.980 y 2.208 millones, respectivamente, la categoría de fondos globales experimentó unas suscripciones netas por valor de 972 millones (véase anexo II.1).

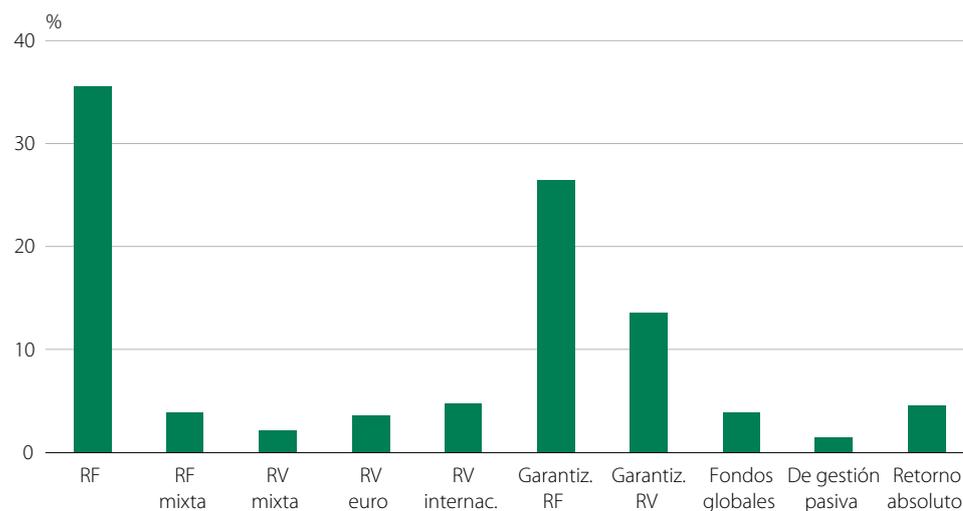
A finales de 2011, los fondos de renta fija concentraban el 35,4% del patrimonio total de los FI, cuatro puntos porcentuales menos que al cierre de 2010. Esta categoría, junto a las de renta fija mixta y garantizados de renta fija y renta variable, suponía el 79,5% del patrimonio total, lo que refleja el perfil predominantemente conservador de los inversores (véase gráfico 1).

Como se aprecia en el gráfico 7.1 y en el anexo II.4, en 2011 se observó una considerable dispersión en las rentabilidades alcanzadas por las diferentes categorías de fondos. Debido a la evolución adversa de las bolsas internacionales durante el pasado ejercicio, incluida la española, las vocaciones de renta variable euro e internacional fueron las que incurrieron en mayores pérdidas. En cambio, las vocaciones más conservadoras fueron las que mejor se comportaron, especialmente los fondos de renta fija y los garantizados de renta fija. En términos agregados, la rentabilidad de los fondos de inversión españoles durante el ejercicio se situó en el -0,1%.

En cuanto a la composición de la cartera agregada de los fondos, en 2011 se apreció un aumento de su importe y, sobre todo, de su peso relativo, motivados por un incremento significativo de la inversión en valores nacionales representativos de deuda, fundamentalmente. En cambio, se observó una notable desinversión de este tipo de valores en la cartera exterior (véase cuadro 7.1). La partida de tesorería suponía, al cierre del ejercicio, el 4,4% del patrimonio, una décima menos que en el ejercicio anterior, manteniéndose claramente por encima del nivel observado en los años previos a la crisis y, en cualquier caso, del mínimo exigido por la regulación (3%).

### Fondos de inversión (FI): distribución del patrimonio

GRÁFICO 7.1



Fuente: CNMV.

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

CUADRO 7.1

Importes en millones de euros

	2010	%	2011	%	% var. 11/10
<b>Patrimonio</b>	<b>143.918</b>	<b>100,0</b>	<b>132.369</b>	<b>100,0</b>	<b>-8,0</b>
<b>Cartera de inversiones financieras</b>	<b>137.296</b>	<b>95,4</b>	<b>126.370</b>	<b>95,5</b>	<b>-8,0</b>
Cartera interior	89.632	62,3	90.395	68,3	0,9
Valores representativos de deuda	68.574	47,6	72.076	54,5	5,1
Instrumentos de patrimonio	3.829	2,7	3.087	2,3	-19,4
Instituciones de inversión colectiva	7.339	5,1	6.038	4,6	-17,7
Depósitos en EC	9.461	6,6	8.961	6,8	-5,3
Derivados	429	0,3	232	0,2	-45,8
Otros	0	0,0	0	0,0	0,0
Cartera exterior	47.625	33,1	35.967	27,2	-24,5
Valores representativos de deuda	30.337	21,1	22.714	17,2	-25,1
Instrumentos de patrimonio	8.386	5,8	7.037	5,3	-16,1
Instituciones de inversión colectiva	8.405	5,8	6.061	4,6	-27,9
Depósitos en EC	108	0,1	23	0,0	-78,7
Derivados	385	0,3	130,6	0,1	-66,1
Otros	4	0,0	1	0,0	-69,4
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	39	0,0	8	0,0	-80,6
<b>Tesorería</b>	<b>6.531</b>	<b>4,5</b>	<b>5.838</b>	<b>4,4</b>	<b>-10,6</b>
<b>Neto deudores/acreedores</b>	<b>91</b>	<b>0,1</b>	<b>161</b>	<b>0,1</b>	<b>77,5</b>

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

Las sociedades gestoras continuaron realizando fusiones entre fondos para racionalizar la oferta. En concreto, de los 207 fondos de inversión que se dieron de baja a lo largo de 2011, 204 fueron absorbidos por otro fondo de inversión. Por otra parte, como ya ocurriera en 2010, ante el predominio de los reembolsos, las sociedades gestoras crearon un número relativamente reducido de nuevos fondos. Como consecuencia de todo ello, el número total de fondos de inversión se situó en 2.341 al cierre del ejercicio, 88 menos que el año anterior (véase cuadro 7.2). El patrimonio medio por fondo pasó de 59 millones de euros en 2010 a 56 millones en 2011.

## Altas y bajas en el registro de entidades en 2011

CUADRO 7.2

	Entidades registradas a 31/12/10	Altas	Bajas	Entidades registradas a 31/12/11
<b>Total IIC de carácter financiero</b>	<b>5.627</b>	<b>193</b>	<b>360</b>	<b>5.460</b>
Fondos de inversión	2.429	119	207	2.341
Sociedades de inversión	3.133	69	146	3.056
IIC de IIC de inversión libre	32	0	5	27
IIC de inversión libre	33	5	2	36
<b>Total IIC inmobiliarias</b>	<b>16</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>14</b>
Fondos de inversión inmobiliaria	8	0	2	6
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	1	1	8
<b>Total IIC extranjeras comercializadas en España</b>	<b>660</b>	<b>113</b>	<b>34</b>	<b>739</b>
Fondos extranjeros	379	65	18	426
Sociedades extranjeras	281	48	16	313
<b>SGIIC</b>	<b>123</b>	<b>1</b>	<b>10</b>	<b>114</b>
<b>Depositarios</b>	<b>114</b>	<b>10</b>	<b>27</b>	<b>97</b>

Fuente: CNMV.

El número de partícipes de los fondos de inversión descendió en 2011 un 6,3%, situándose en 4.834.061. Los fondos de renta fija y los garantizados de renta variable fueron los que registraron una mayor salida de partícipes durante el año, en concreto 238.852 (14,7%) y 153.128 (14,4%), respectivamente. Por su parte, destacó el incremento del número de partícipes de los fondos garantizados de renta fija, que aumentaron en 252.577, lo que supuso un crecimiento del 32% (para un mayor detalle, véase anexo II.1). Las personas físicas representaban el 97,3% del total de partícipes de fondos de inversión y acumulaban el 80,5% del patrimonio total, porcentajes similares a los de años anteriores. El patrimonio medio por partícipe se situó en 27.382 euros a finales de 2011, un 1,8% menos con respecto a 2010.

## 7.2 Sociedades de inversión (SICAV)

El número de SICAV registradas en la CNMV se situó en 3.056 sociedades al cierre del pasado ejercicio, un 2,5% menos que a finales de 2010 (véase cuadro 7.2). El descenso se debió principalmente al elevado número de bajas, 146 entidades, de las cuales 13 fueron absorbidas por otra SICAV y 23 por fondos de inversión. Prácticamente todas las SICAV cotizaban en el Mercado Alternativo Bursátil. Por su parte, el número de accionistas disminuyó ligeramente, como se aprecia en el cuadro 7.3.

Al igual que en los fondos de inversión, el patrimonio de las SICAV descendió en 2011, en un 9,7% (véase cuadro 7.3). El descenso provino principalmente de los reembolsos netos, cuyo importe ascendió a 1.566 millones de euros, y, en menor proporción, de las minusvalías registradas, que ascendieron a 956 millones de euros. El patrimonio medio tanto por SICAV como por accionista descendió notablemente, situándose en 7,7 millones de euros y 56.953 euros, respectivamente.

También en el caso de las SICAV se apreció un incremento del peso relativo de la cartera interior en la composición total de la cartera, asociado a un aumento del 37,2% de la inversión mantenida en valores representativos de deuda. Asimismo, hay que destacar dentro de la cartera interior un descenso de 1.953 millones en la inversión en depósitos de entidades de crédito. En cuanto a la cartera exterior, sus partidas de inversión más importantes experimentaron descensos notables: del 13% en valores representativos de deuda, del 14,3% en instrumentos de patrimonio y del 14,9% en otras IIC. Por su parte, la partida de tesorería se incrementó en cuatro décimas porcentuales, situándose en el 3,6% del patrimonio total a cierre de 2011, por encima del mínimo legal (3%).

### Distribución del patrimonio de las sociedades de inversión

CUADRO 7.3

Importes en millones de euros

	2010	%	2011	%	% var. 11/10
<b>Patrimonio</b>	<b>26.155</b>	<b>100,0</b>	<b>23.614</b>	<b>100,0</b>	<b>-9,7</b>
<b>Cartera de inversiones financieras</b>	<b>25.187</b>	<b>96,3</b>	<b>22.522</b>	<b>95,4</b>	<b>-10,6</b>
Cartera interior	12.881	49,3	12.385	52,4	-3,8
Valores representativos de deuda	5.436	20,8	7.461	31,6	37,2
Instrumentos de patrimonio	2.989	11,4	2.508	10,6	-16,1
Instituciones de inversión colectiva	759	2,9	667	2,8	-11,8
Depósitos en EC	3.675	14,1	1.722	7,3	-53,2
Derivados	-6	0,0	-5	0,0	8,0
Otros	29	0,1	32	0,1	11,7
Cartera exterior	12.298	47,0	10.131	42,9	-17,6
Valores representativos de deuda	3.607	13,8	3.071	13,0	-14,9
Instrumentos de patrimonio	4.166	15,9	3.384	14,3	-18,8
Instituciones de inversión colectiva	4.390	16,8	3.516	14,9	-19,9
Depósitos en EC	12	0,0	11	0,0	-10,5
Derivados	120	0,5	145	0,6	21,5
Otros	3	0,0	4	0,0	41,5
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	7	0,0	5	0,0	-20,7
<b>Inmovilizado intangible</b>	<b>0</b>	<b>0,0</b>	<b>0</b>	<b>0,0</b>	<b>24,6</b>
<b>Inmovilizado material</b>	<b>0</b>	<b>0,0</b>	<b>0</b>	<b>0,0</b>	<b>-34,2</b>
<b>Tesorería</b>	<b>832</b>	<b>3,2</b>	<b>855</b>	<b>3,6</b>	<b>2,7</b>
<b>Neto deudores/acreadores</b>	<b>135</b>	<b>0,5</b>	<b>237</b>	<b>1,0</b>	<b>75,0</b>
<b>Pro memoria: nº de accionistas</b>	<b>417.635</b>		<b>414.622</b>		<b>-0,7</b>

Fuente: CNMV.

### 7.3 IIC de inversión libre

Este segmento de la inversión colectiva está formado por dos modalidades de inversión: la inversión libre directa y la inversión a través de otras IIC de inversión libre. En ambos casos, los vehículos de inversión pueden ser fondos o sociedades. El patrimonio de todos estos vehículos ascendía a 1.301 millones de euros a finales de 2011, lo que supone una reducción del 3% respecto a 2010. La caída del patrimonio se concentró en los fondos de IIC de inversión libre, cuyos activos totales disminuyeron en un 24,6%. El aumento del patrimonio en el resto de los segmentos permitió compensar parcialmente dicha caída. En conjunto, las IIC de inversión libre representaban menos del 1% del patrimonio total de las IIC nacionales al cierre del ejercicio. Los fondos de inversión libre suponían casi el 51% del patrimonio en el segmento, los fondos de IIC de inversión libre el 29% y las fórmulas societarias en ambas modalidades, el 20% restante.

La principal causa de la reducción patrimonial en la inversión libre durante el pasado ejercicio tuvo su origen en el predominio de los reembolsos sobre las suscripciones en los fondos de IIC de inversión libre. También contribuyeron a este descenso las minusvalías en la cartera, que afectaron a todos los tipos de vehículos de inversión libre. Cabe destacar que los fondos de inversión libre y los fondos de IIC de inversión libre obtuvieron unas rentabilidades negativas del 2,7% y del 3%, respectivamente. El aumento de las suscripciones netas en las IIC de inversión libre compensó parcialmente la caída patrimonial del segmento (véanse anexos II.1 y II.4).

En relación al número de partícipes, la evolución durante 2011 fue similar a la descrita en relación al patrimonio. Así, en el caso de las IIC de inversión libre el número de partícipes aumentó en un 10,5%, mientras que la disminución en el caso de las IIC de IIC de inversión libre fue del 8,6%. El patrimonio medio se situó en torno a 355.642 euros para las IIC de inversión libre y 150.596 euros para las IIC de IIC de inversión libre.

A finales de 2011 estaban registradas un total 63 instituciones de inversión libre, dos menos que el año anterior. El detalle por tipos de entidades pone de manifiesto pautas distintas en la evolución del número de vehículos registrados. Así, el número de IIC de inversión libre aumentó en tres, situándose en 36, mientras que el número de IIC de IIC de inversión libre se redujo en cinco, situándose en 27. Ocho IIC de IIC de inversión libre estaban en proceso de liquidación a finales de año.

### 7.4 IIC inmobiliarias

El patrimonio de las IIC inmobiliarias disminuyó en 2011 por cuarto año consecutivo. A finales del ejercicio, el patrimonio se situó en 4.817 millones de euros, lo que supuso un descenso del 25,1% con respecto a 2010. En cuanto a las causas de la reducción patrimonial, la principal fue la desaparición de un importante fondo inmobiliario que suponía en torno al 21,5% del patrimonio total de las IIC inmobiliarias<sup>1</sup>. En conjunto, los FII experimentaron reembolsos netos por importe de 1.450 millones de euros y obtuvieron una rentabilidad negativa del 3,2%. Su patrimonio, que al cierre del ejercicio suponía el 93,3% de los activos totales del sector, experimentó una caída

---

1 El único partícipe que permanecía en el fondo, que era el grupo financiero en el que también estaba encuadrada la gestora, transformó el fondo, primero, en una sociedad de inversión inmobiliaria y, después, en una sociedad anónima.

durante el ejercicio del 26,5%. En cuanto a las sociedades de inversión inmobiliaria, su patrimonio disminuyó un 2,8% hasta situarse en 313 millones de euros.

El número de inversores de las IIC inmobiliarias disminuyó en un 59,7%. El descenso se concentró exclusivamente en los FII (-60,5%, hasta los 29.735 partícipes), ya que el número de accionistas de las sociedades de inversión inmobiliaria se mantuvo en 943. El importante descenso en el número de partícipes de los FII se vio favorecido por el ofrecimiento de ventanas de liquidez para que los partícipes pudiesen efectuar reembolsos por parte de todos los fondos menos uno, que se encontraba en liquidación. La liquidez necesaria para efectuar estos reembolsos fue provista por los grupos financieros propietarios de las respectivas gestoras, razón por la cual una parte significativa del patrimonio de estos fondos (entre el 15% y el 98%) quedó en manos de estos grupos financieros. Estas facilidades permitieron regularizar la situación de varios fondos inmobiliarios con reembolsos suspendidos en años precedentes.

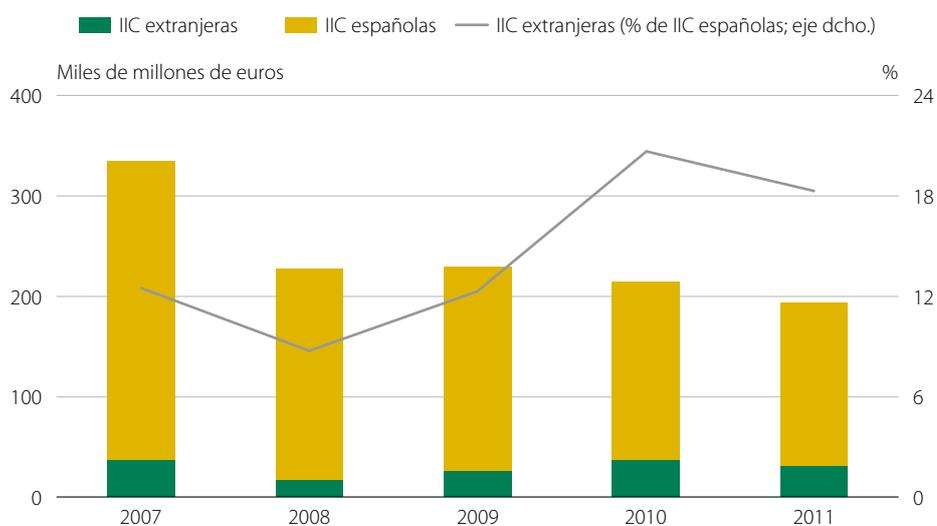
Como se ha comentado anteriormente, un fondo se dio de baja durante 2011, con lo que el número de entidades se situó al cierre del ejercicio en 14 (seis FII y ocho SII). Uno de los FII, que se encontraba en proceso de liquidación, fue dado de baja en los primeros meses de 2012.

## 7.5 IIC extranjeras comercializadas en España

El volumen de inversión de las IIC extranjeras comercializadas en España experimentó durante 2011 una contracción del 18,3%, después de dos años de un intenso crecimiento. Así, a finales de año, la inversión por parte de estas entidades en España se situó en 29.969 millones de euros. Con este retroceso, que fue mayor que el de las IIC nacionales, la importancia relativa del patrimonio de las IIC extranjeras sobre el patrimonio total de las IIC españolas disminuyó durante el año, pasando del 20,6% en 2010 al 18,3% en 2011 (véase gráfico 7.2).

Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España

GRÁFICO 7.2



Fuente: CNMV.

En cambio, el número de instituciones extranjeras registradas en la CNMV aumentó durante el año, pasando de 660 a finales de 2010 a 739 al cierre de 2011. De estas, 426 IIC eran fondos y 313 sociedades (véase cuadro 7.2). Durante el ejercicio se pro-

dujeron 113 altas y 34 bajas. La mayor parte de las primeras correspondieron a vehículos autorizados en Francia, por lo que el número de instituciones procedentes de este país se situó en un nivel muy cercano al de Luxemburgo, el país con mayor número de vehículos registrados en España (véase anexo II.5).

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

A finales de 2011 había un total de 114 SGIIC registradas en la CNMV, después de haberse producido durante el año una sola alta y diez bajas (véase anexo II.6). El número de IIC gestionadas continuó descendiendo de forma sustancial como consecuencia de un intenso proceso de fusiones entre fondos. Al cierre del año, el patrimonio gestionado por las SGIIC ascendía a 164 mil millones de euros, un 7,6% inferior respecto a 2010. El retroceso, de unos 13,5 mil millones de euros, fue, no obstante, casi la mitad del experimentado el año anterior. La concentración del patrimonio continuó siendo elevada. Las tres mayores SGIIC gestionaban el 38,6% del patrimonio de las IIC al final del año.

Respecto a la cuenta de resultados de las SGIIC, como se puede observar en el cuadro 7.4, las comisiones de gestión de IIC supusieron prácticamente la totalidad de los ingresos percibidos por estas sociedades. Estas comisiones descendieron un 8,7% durante el ejercicio, una caída superior a la experimentada el año anterior, que fue del 4,2%. El total de comisiones de gestión percibidas supuso en torno al 1% del patrimonio a diciembre de 2011, porcentaje similar al registrado al final del ejercicio 2010.

### Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGIIC

CUADRO 7.4

Importes en miles de euros

	2010	2011	Var. (%)
<b>Margen de intereses</b>	<b>17.223</b>	<b>24.739</b>	<b>43,6</b>
Comisiones netas	617.622	589.065	-4,6
Comisiones percibidas	1.753.370	1.613.061	-8,0
Gestión de IIC	1.644.818	1.502.403	-8,7
Suscripción y reembolso	34.124	30.409	-10,9
Otras	74.427	80.249	7,8
Comisiones satisfechas	1.135.748	1.023.996	-9,8
Resultado de inversiones financieras netas	1.610	-832	-
Rendimientos de instrumentos de capital	1.026	851	-17,0
Diferencias de cambio netas	-120	41	-
Otros productos y cargas de explotación netas	555	-2.609	-
<b>Margen bruto</b>	<b>637.917</b>	<b>611.255</b>	<b>-4,2</b>
Gastos de explotación	324.221	315.883	-2,6
Personal	195.697	188.266	-3,8
Generales	128.523	127.617	-0,7
Amortizaciones y otras dotaciones netas	14.105	16.216	15,0
Pérdidas netas por deterioro de act. financieros	82	1.852	2.147,0
<b>Resultado neto de explotación</b>	<b>299.509</b>	<b>277.305</b>	<b>-7,4</b>
Otras ganancias y pérdidas	-5.964	-2.658	55,4
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>293.545</b>	<b>274.647</b>	<b>-6,4</b>
Impuesto sobre beneficios	86.067	80.600	-6,4
<b>Resultado de actividades continuadas</b>	<b>207.478</b>	<b>194.048</b>	<b>-6,5</b>
Resultado de actividades interrumpidas	0	0	0,0
<b>Resultado neto del ejercicio</b>	<b>207.478</b>	<b>194.048</b>	<b>-6,5</b>

Fuente: CNMV.

El margen bruto obtenido por las SGIIC de forma agregada disminuyó un 4,2% en 2011, hasta alcanzar los 611 millones de euros. Esta reducción se debió, básicamente, al descenso de las comisiones netas (ingresos por comisiones menos comisiones satisfechas). A pesar del descenso de los gastos de explotación en un 2,6%, el resultado neto de explotación del total de las gestoras experimentó una reducción del 7,4% a causa del aumento tanto de las amortizaciones y dotaciones como de las pérdidas por deterioro de activos, que habían sido muy reducidas en el ejercicio anterior. El beneficio agregado antes de impuestos de las SGIIC disminuyó en un 6,4% hasta los 274,6 millones de euros.

A finales de diciembre había 32 entidades en pérdidas, dos menos que en el ejercicio anterior. El importe agregado de las pérdidas se situó en poco más de once millones de euros, prácticamente la mitad de las contabilizadas en 2010 y una cuarta parte de las registradas en 2009 (véase cuadro 7.5)

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

CUADRO 7.5

Importes en miles de euros

	Resultados antes de impuestos	Nº de entidades en pérdidas	Importe de las pérdidas
2007	771.149	19	5.273
2008	497.830	34	19.725
2009	235.857	31	41.379
2010	293.545	34	20.235
2011	274.647	32	11.256

Fuente: CNMV.

## 7.7 Depositarios de IIC

El número de depositarios de IIC registrados en la CNMV a finales de 2011 ascendía a 97, después de producirse 27 bajas y diez altas durante el año (véase cuadro 7.2). Al igual que sucedió en 2010, gran parte de las bajas se debieron al proceso de reestructuración en curso del sector financiero.

Atendiendo al tipo de entidad depositaria, los datos obtenidos a finales de 2011 reflejan un aumento de la cuota de mercado de los bancos (del 63,8% al 70,4% del patrimonio total en custodia) y un descenso de la cuota de las cajas de ahorros (del 30,9% al 24,1%). Este notable cambio también se debe, principalmente, al mencionado proceso de reestructuración del sector financiero. En cuanto a las sociedades y agencias de valores, su cuota de mercado se mantuvo en el 3,3%, mientras que las cooperativas de crédito avanzaron ligeramente, hasta obtener una cuota del 2,2%.

## 8 Prestación de servicios de inversión

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

El número de entidades de crédito nacionales (bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito) registradas en la CNMV para prestar servicios de inversión ascendía a 204 a finales de 2011, quince más que en 2010. En cuanto a las entidades de crédito extranjeras en disposición de prestar servicios de inversión en España, durante 2011 se dieron de alta 39 entidades, situándose su número al cierre del ejercicio en 467, 31 más que en 2010. De las entidades de crédito extranjeras registradas, 405 operaban en régimen de libre prestación de servicios y 62 a través de sucursales. Casi todas estas entidades proceden de Estados Miembros de la Unión Europea.

Los ingresos totales de las entidades de crédito por prestación de servicios relacionados con los valores y con la comercialización de fondos de inversión experimentaron un ligero aumento en 2011. Sin embargo, como se aprecia en el cuadro 8.1, el comportamiento de ambos tipos de comisiones fue dispar. Por un lado, los ingresos por prestación de servicios relacionados con los valores aumentaron un 8,6%, mientras que los procedentes de la comercialización de fondos de inversión descendieron un 5,2%. El peso de estas dos rúbricas en el total de ingresos por comisiones aumentó en siete décimas, situándose en el 18,3%, lejos todavía del 26,4% registrado en 2007.

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

CUADRO 8.1

Importes en millones de euros

	2008	2009	2010	2011	% s/total comisiones EC
<b>Por servicios de valores</b>	<b>1.286</b>	<b>1.178</b>	<b>1.288</b>	<b>1.399</b>	<b>9,2</b>
Aseguramiento y colocación de valores	124	163	267	426	2,2
Compraventa de valores	467	400	407	398	2,8
Administración y custodia	601	533	524	509	3,6
Gestión de patrimonio	94	81	89	68	0,6
<b>Por comercialización de productos financieros no bancarios</b>	<b>3.661</b>	<b>3.003</b>	<b>3.104</b>	<b>3.064</b>	<b>21,2</b>
Fondos de inversión	1.801	1.248	1.296	1.228	8,7
Fondos de pensiones	482	446	470	462	3,1
Seguros	1.291	1.204	1.242	1.252	8,5
Otros	87	104	95	122	0,8
<b>Pro memoria:</b>					
Ingresos totales por comisiones	16.242	14.677	14.466	14.343	30,4

Fuente: Banco de España.

1 Las entidades de crédito pueden prestar servicios de inversión siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica les habilite para ello. La CNMV supervisa sus actividades en esta materia.

Las entidades de crédito tienen un papel preponderante en la prestación de servicios de inversión. En efecto, estas entidades acapararon en 2011 casi la totalidad de las comisiones por comercialización de fondos de inversión, por administración y custodia y por colocación y aseguramiento de valores (véase cuadro 8.2) y únicamente en la actividad de compraventa de valores fueron superadas por las sociedades y agencias de valores, las cuales concentraron el 58,7% de las comisiones percibidas.

### Comisiones percibidas por servicios de inversión

CUADRO 8.2

Importes en millones de euros

	Sociedades y agencias de valores	Sociedades gestoras de cartera	Entidades de crédito (EC)	Total	% EC/total
Colocación y aseguramiento	10	–	426	436	97,7
Compraventa de valores	566	–	398	964	41,3
Gestión de patrimonios	29	17	68	114	59,6
Administración y custodia	22	–	509	531	95,9
Comercialización fondos de inversión	81	0	1.228	1.309	93,8
Total servicios de inversión	708	17	2.629	3.354	78,4

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

### 8.2.1 Sociedades y agencias de valores

#### Autorización y registro

Un total de 94 sociedades y agencias de valores estaban registradas en la CNMV a finales de 2011, una menos que en 2010. Como puede apreciarse en el cuadro 8.3, durante el año se produjeron dos altas y tres bajas. Las primeras correspondieron a entidades independientes, mientras que, de las segundas, una correspondió a una entidad independiente y las otras dos a entidades pertenecientes a grupos financieros extranjeros (véase anexo II.8).

Durante 2011, también se produjeron varios cambios significativos en las participaciones de control en el capital de las sociedades y agencias de valores. En concreto, se produjeron ocho cambios de control, siete de los cuales afectaron a sociedades de valores. En cinco casos, el adquirente fue una entidad financiera nacional (véase anexo II.9).

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

## Altas y bajas en el registro de entidades

CUADRO 8.3

Entidades financieras  
y servicios de inversión  
Prestación de servicios  
de inversión

	Entidades a 31/12/10	Altas	Bajas	Entidades a 31/12/11
<b>Entidades nacionales</b>	<b>95</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>94</b>
Sociedades de valores	50	1	2	49
Miembros de bolsa	36	0	1	35
No miembros de bolsa	14	1	1	14
Agencias de valores	45	1	1	45
Miembros de bolsa	6	0	0	6
No miembros de bolsa	39	1	1	39
<b>Entidades extranjeras</b>	<b>2.184</b>	<b>298</b>	<b>105</b>	<b>2.377</b>
Con sucursal	39	5	8	36
En libre prestación de servicios	2.145	293	97	2.341
<b>Pro memoria:</b>				
Representantes	7.197	667	621	7.243

Fuente: CNMV.

Las sociedades y agencias de valores registradas en España apenas utilizan el pasaporte comunitario para operar en otros países de la Unión Europea. A finales de 2011, seis entidades mantenían sucursales en otros países (Reino Unido, Italia, Suecia y Francia), tres entidades más que en 2010. En la modalidad de libre prestación de servicios, el número de entidades autorizadas al cierre del ejercicio era de 43, seis más que en 2010. No hubo modificaciones en la lista de países en los que estas entidades prestan servicios (véase anexo II.10)<sup>3</sup>.

Como se aprecia en el cuadro 8.3, a lo largo de 2011, 298 entidades autorizadas en otros Estados Miembros comunicaron a la CNMV su intención de comenzar a prestar servicios de inversión en España. La mayoría de estas comunicaciones correspondió a entidades acogidas al régimen de libre prestación de servicios, cuyo número aumentó de 2.145 en 2010 a 2.377 en 2011. Por su parte, el número de entidades extranjeras con sucursal descendió de 39 a 36. La mayoría de las nuevas entidades registradas están autorizadas en el Reino Unido (véase anexo II.7).

## Resultados y solvencia

El sector experimentó en 2011 una reducción significativa de los beneficios antes de impuestos. Si se consideran conjuntamente sociedades y agencias de valores, el resultado antes de impuestos agregado se situó en 225,4 millones de euros, lo que supuso una disminución del 21,7% respecto al ejercicio anterior. Como ya sucedió en 2010, el descenso fue mayor en las sociedades de valores (22%) que en las agencias de valores (13,8%). Sin embargo, un amplio número de agencias y sociedades, en concreto el 40,9% de las mismas, mejoraron sus resultados en relación a 2010. Las sociedades de valores generaron el 96,3% del resultado antes de impuestos del sector durante el ejercicio.

Como se aprecia en el cuadro 8.4, la reducción de los beneficios de las sociedades de valores tuvo su origen, principalmente, en la reducción de comisiones netas percibi-

3 Una misma entidad puede prestar servicios en uno o varios Estados.

das por servicios a terceros y, en menor medida, en el descenso del margen financiero y en el aumento de los gastos de explotación. El margen bruto, que mide los ingresos netos generados por las actividades ordinarias de las sociedades de valores, se redujo un 7,7% respecto a 2010.

La operativa por prestación de servicios a terceros, que constituye la principal fuente de ingresos de las sociedades de valores, aportó en términos netos el 74,4% del margen bruto. Los ingresos de estas actividades pasaron de 533,8 millones de euros en 2010 a 490,5 millones en 2011, al reducirse las comisiones percibidas y aumentar las comisiones soportadas. La mayor parte de las comisiones percibidas por las sociedades de valores siguió procediendo de la tramitación y ejecución de órdenes. Este tipo de comisiones sufrieron un descenso del 4,6% que se explica, principalmente, por el menor volumen mediado en los mercados de renta variable nacional (véase el gráfico 8.1). En cuanto al resto de comisiones percibidas, dado el peso relativo de esta partida, resulta particularmente significativa la disminución de las comisiones por comercialización de IIC (9%), en línea con la evolución del mercado de fondos de inversión (véase capítulo 7).

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

CUADRO 8.4

Importes en miles de euros

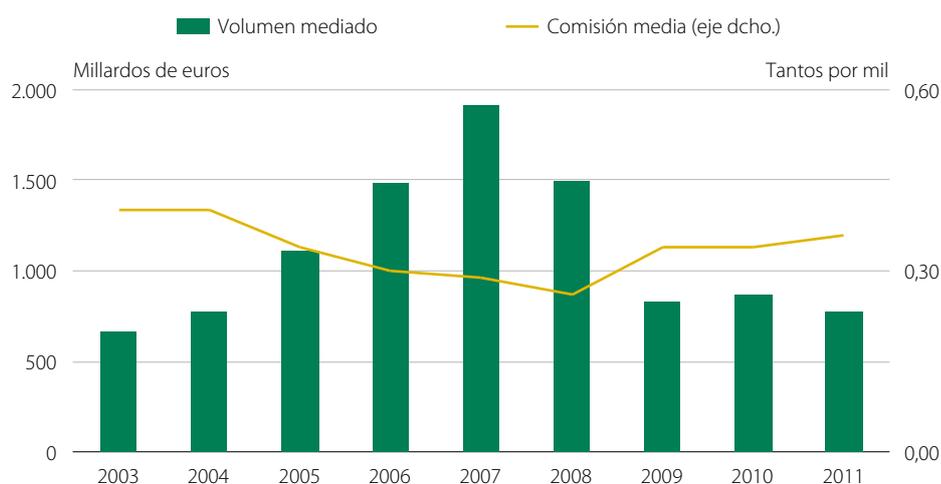
	2010	2011	% var. 11/10
<b>Margen financiero</b>	<b>102.054</b>	<b>91.542</b>	<b>-10,3</b>
<b>Comisiones netas</b>	<b>533.858</b>	<b>490.517</b>	<b>-8,1</b>
Comisiones percibidas	798.152	776.641	-2,7
Tramitación y ejecución de órdenes	555.207	529.711	-4,6
Colocación y aseguramiento de emisiones	8.499	7.446	-12,4
Depósito y anotación de valores	22.367	21.061	-5,8
Comercialización de IIC	65.487	59.588	-9,0
Gestión de carteras	13.880	16.186	16,6
Asesoramiento en materia de inversión	49.433	55.024	11,3
Otras	83.278	87.625	5,2
Comisiones satisfechas	264.294	286.124	8,3
<b>Resultado de inversiones financieras</b>	<b>48.588</b>	<b>271.955</b>	<b>459,7</b>
Diferencias de cambio netas	24.445	-198.307	-
Otros productos y cargas de explotación	1.635	3.952	141,6
<b>Margen bruto</b>	<b>710.580</b>	<b>659.659</b>	<b>-7,1</b>
Gastos de explotación	415.433	426.672	2,7
Personal	270.465	278.950	3,1
Generales	144.968	147.722	1,9
Amortizaciones y otras dotaciones	6.006	21.532	258,5
Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	12.888	4.076	-68,4
<b>Resultado neto de explotación</b>	<b>276.253</b>	<b>207.379</b>	<b>-24,9</b>
Otras ganancias y pérdidas	2.265	9.861	335,3
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>278.519</b>	<b>217.240</b>	<b>-22,0</b>
Impuesto sobre beneficios	81.685	68.687	-15,9
<b>Resultado de actividades continuadas</b>	<b>196.834</b>	<b>148.553</b>	<b>-24,5</b>
Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-
<b>Resultado neto del ejercicio</b>	<b>196.834</b>	<b>148.553</b>	<b>-24,5</b>

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

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

GRÁFICO 8.1

Entidades financieras  
y servicios de inversión  
Prestación de servicios  
de inversión



Fuente: CNMV.

En el capítulo de gastos, los de explotación de las sociedades de valores aumentaron un 2,7%, en línea con lo registrado en 2010. Destacó el elevado aumento en la partida de amortizaciones y otras dotaciones, parcialmente compensado por la mejor evolución de las pérdidas netas por deterioro de activos financieros. Como consecuencia de todo ello, el resultado neto de explotación cayó un 24,9%, hasta los 207,4 millones de euros.

Como ha venido sucediendo de forma creciente en los últimos años, un reducido número de sociedades generó la mayor parte de los beneficios de este subsector. En concreto, las cinco sociedades de valores con mayores beneficios supusieron el 73,5% del total. A pesar del descenso global de los beneficios, estos se incrementaron para el 35% de las sociedades. Por otra parte, el número de sociedades de valores en pérdidas se situó en 13, tres más que en 2010. Además, el importe total de las pérdidas antes de impuestos se situó en 21,3 millones de euros, el doble que el año anterior. Once de las trece sociedades en pérdidas al cierre del ejercicio eran entidades independientes.

En cuanto a las agencias de valores, a diferencia de las sociedades de valores, estas entidades no pueden realizar actividades de inversión por cuenta propia, por lo que sus ingresos provienen casi exclusivamente de la prestación de servicios a terceros. Las agencias miembros de bolsa obtienen la mayor parte de los ingresos de la tramitación y ejecución de órdenes, mientras que la mayoría de las agencias no miembros, que constituyen, a su vez, la mayoría de este subsector, han tendido a especializarse en determinados servicios. La mayor parte de las agencias de valores son entidades independientes (30 de un total de 45), al contrario que las sociedades de valores, que en su mayoría son entidades controladas por un grupo financiero (solo 13 entidades son independientes de un total de 49).

Como refleja el cuadro 8.5, durante 2011 el resultado antes de impuestos agregado de las agencias de valores disminuyó un 13,8% hasta los 8,2 millones de euros. La principal fuente de ingresos de estas entidades, que son las comisiones percibidas por prestación de servicios de inversión, ascendió a 112,3 millones de euros, lo que supuso un descenso del 10,9% respecto al año anterior. Esta reducción de ingresos fue generalizada en los principales tipos de comisiones, a excepción de las derivadas

del asesoramiento en materia de inversión, que aumentaron notablemente. En cuanto al descenso de las comisiones percibidas, las que más cayeron tanto en términos relativos (en un 36,6%) como absolutos (7,1 millones) fueron las derivadas de la gestión de carteras. Las partidas más importantes, las comisiones de tramitación y ejecución de órdenes y las de comercialización de IIC<sup>4</sup>, sufrieron descensos del 4,8% y el 10,7%, respectivamente. Como consecuencia de todo lo anterior, el margen bruto agregado de estas entidades descendió un 9,5%. A pesar de que las agencias incurrieron en menores gastos de explotación y amortización, el resultado neto de explotación descendió en un 18% respecto al año anterior.

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

CUADRO 8.5

Importes en miles de euros

	2010	2011	% var. 11/10
<b>Margen financiero</b>	<b>1.629</b>	<b>2.479</b>	<b>52,2</b>
<b>Comisiones netas</b>	<b>109.165</b>	<b>97.885</b>	<b>-10,3</b>
Comisiones percibidas	126.055	112.350	-10,9
Tramitación y ejecución de órdenes	38.176	36.354	-4,8
Colocación y aseguramiento de emisiones	2.748	2.870	4,5
Depósito y anotación de valores	366	440	20,2
Comercialización de IIC	23.946	21.381	-10,7
Gestión de carteras	19.489	12.351	-36,6
Asesoramiento en materia de inversión	2.790	5.349	91,7
Otras	38.540	33.605	-12,8
Comisiones satisfechas	16.890	14.465	-14,4
<b>Resultado de inversiones financieras</b>	<b>456</b>	<b>623</b>	<b>36,8</b>
Diferencias de cambio netas	-3	78	-
Otros productos y cargas de explotación	-1.413	-1.617	-14,5
<b>Margen bruto</b>	<b>109.834</b>	<b>99.448</b>	<b>-9,5</b>
Gastos de explotación	97.582	89.736	-8,0
Personal	58.886	53.550	-9,1
Generales	38.697	36.186	-6,5
Amortizaciones y otras dotaciones	2.817	1.943	-31,0
Pérdidas netas por deterioro de act. financieros	-23	12	-
Resultado neto de explotación	9.457	7.757	-18,0
Otras ganancias y pérdidas	19	412	2.103,9
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>9.476</b>	<b>8.169</b>	<b>-13,8</b>
Impuesto sobre beneficios	3.024	2.681	-11,3
<b>Resultado de actividades continuadas</b>	<b>6.452</b>	<b>5.488</b>	<b>-14,9</b>
Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-
<b>Resultado neto del ejercicio</b>	<b>6.452</b>	<b>5.488</b>	<b>-14,9</b>

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

4 Las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes supusieron el 78,2% de las comisiones percibidas para las agencias de valores miembros de bolsa y el 27,7% para las no miembros.

El comportamiento de las agencias de valores a nivel individual no fue homogéneo. Así, un número significativo de este tipo de entidades, en concreto un 45,4% de las que estaban registradas tanto a finales de 2010 como de 2011, mejoraron los resultados antes de impuestos. El número de entidades en pérdidas aumentó de doce a 17, de las cuales siete ya habían sufrido pérdidas el año anterior. A pesar del aumento del número de entidades con resultados negativos, se redujo el importe de las pérdidas antes de impuestos hasta situarse en 4,5 millones de euros, frente a los casi cinco millones de 2010 (véase cuadro 8.6)

**Resultados antes de impuestos, número de entidades en pérdidas e importe de las pérdidas antes de impuestos** CUADRO 8.6

Importes en miles de euros

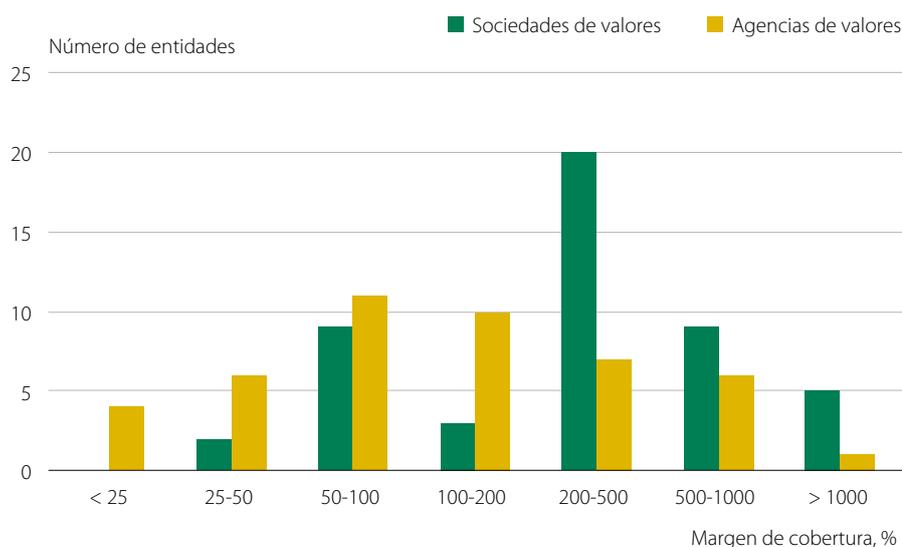
	Resultados antes de impuestos <sup>1</sup>	Nº de entidades en pérdidas	Importe de las pérdidas antes de impuestos
<b>Sociedades de valores</b>			
2008	502.893	8	-13.356
2009	349.962	10	-21.832
2010	278.519	10	-10.682
2011	217.240	13	-21.375
<b>Agencias de valores</b>			
2008	22.408	17	-9.911
2009	10.119	15	-8.792
2010	9.476	12	-5.057
2011	8.170	17	-4.513

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

La solvencia del sector en su conjunto, que ya era muy elevada al comienzo del ejercicio, se vio reforzada durante 2011. En concreto, a finales de año, el exceso de recursos propios del sector era 4,3 veces superior al volumen de recursos exigibles, frente a las 3,2 veces de 2010. Estos márgenes eran, en general, mayores en las sociedades de valores que en las agencias de valores. Así, mientras que para las primeras el margen de cobertura agregado se situó en torno a 4,4, para las segundas fue de 2,9. En cuanto a la distribución de esta ratio, en el gráfico 8.2 se observa que la gran mayoría de las sociedades de valores tenían, a finales de 2011, un margen de cobertura sobre recursos propios exigibles superior al 200%. En cambio, casi dos tercios de las agencias de valores estaban por debajo de este umbral. Cabe destacar que, al igual que en 2010, durante el pasado ejercicio no hubo ninguna entidad con déficit de recursos propios.

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

GRÁFICO 8.2



Fuente: CNMV.

### 8.2.2 Sociedades gestoras de cartera

Al cierre de 2011, seis sociedades gestoras de cartera (SGC) estaban registradas en la CNMV, el mismo número que en 2010. El patrimonio gestionado por las SGC se situó en 3.026 millones de euros, un 4,7% superior al registrado en 2010. La principal partida de ingresos, las comisiones por gestión de carteras, descendió un 20,9%. Sin embargo, el importante descenso de los gastos de explotación, de un 22,5%, propició un aumento en el resultado neto de explotación del 32,1% (véase cuadro 8.7). Los beneficios antes de impuestos agregados se situaron en 1,5 millones de euros, un 27,9% superiores a los registrados en el año anterior. Una entidad registró pérdidas al cierre del presente ejercicio, encadenando cuatro ejercicios consecutivos con resultados negativos.

Durante 2011, todas las SGC mantuvieron una situación holgada en términos de solvencia. Así, a finales del ejercicio, el conjunto de estas entidades presentaba un exceso de recursos propios sobre los exigibles del 212%.

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

CUADRO 8.7

Entidades financieras  
y servicios de inversión  
Prestación de servicios  
de inversión

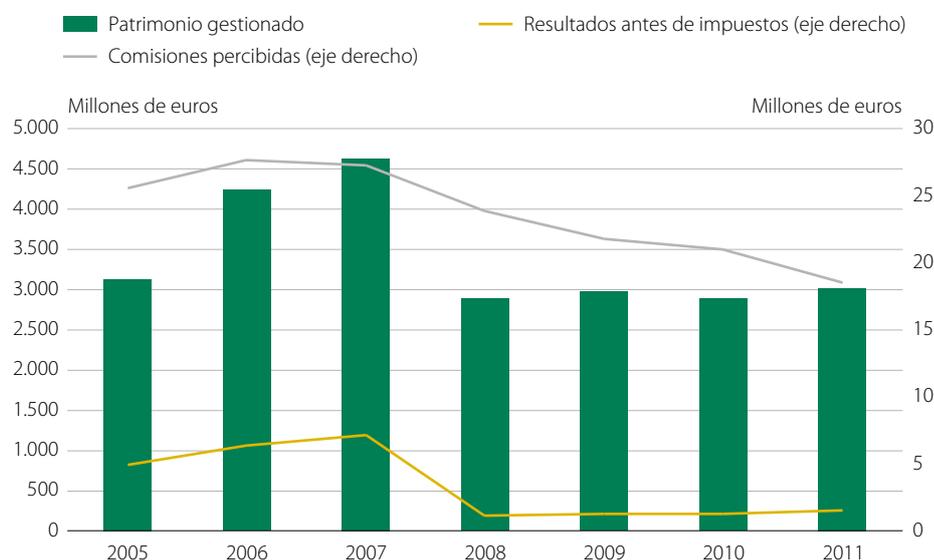
Importes en miles de euros

	2010	2011	% var. 11/10
<b>Margen financiero</b>	<b>407</b>	<b>682</b>	<b>67,4</b>
<b>Comisiones netas</b>	<b>10.097</b>	<b>7.987</b>	<b>-20,9</b>
Comisiones percibidas	20.994	18.476	-12,0
Comercialización de IIC	18.020	16.582	-8,0
Gestión de carteras	34	0	-100,0
Asesoramiento en materia de inversión	1.160	1.894	63,3
Otras	1.779	0	-100,0
Comisiones satisfechas	10.897	10.489	-3,7
<b>Resultado de inversiones financieras</b>	<b>51</b>	<b>186</b>	<b>265,6</b>
Diferencias de cambio netas	9	30	252,5
Otros productos y cargas de explotación	13	-40	-
<b>Margen bruto</b>	<b>10.577</b>	<b>8.845</b>	<b>-16,4</b>
Gastos de explotación	9.305	7.211	-22,5
Personal	4.959	3.450	-30,4
Generales	4.346	3.761	-13,5
Amortizaciones y otras dotaciones	118	109	-7,5
Pérdidas netas por deterioro de act. financieros	0	0	-
Resultado neto de explotación	1.154	1.525	32,1
Otras ganancias y pérdidas	38	0	-100,0
Resultado antes de impuestos	1.192	1.525	27,9
Impuesto sobre beneficios	254	484	90,9
<b>Resultado de actividades continuadas</b>	<b>939</b>	<b>1.041</b>	<b>10,9</b>
Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-
<b>Resultado neto del ejercicio</b>	<b>939</b>	<b>1.041</b>	<b>10,9</b>

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

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

GRÁFICO 8.3



Fuente: CNMV.

### 8.2.3 Empresas de asesoramiento financiero

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

Al cierre de 2011, el número de entidades de este tipo registradas en la CNMV ascendía a 82, lo que supone 30 entidades más que las registradas a finales de 2010. Una de estas entidades tenía vinculación directa con una agencia de valores, mientras que el resto eran entidades independientes. El patrimonio asesorado ascendió a 17.206 millones de euros. Aunque la práctica totalidad de los contratos de asesoramiento suscritos correspondieron a clientes minoristas (un 95,9% de los 3.789 contratos suscritos), estos contratos tan solo representaron un 12,6% del patrimonio asesorado (véase cuadro 8.8).

#### EAFI: resultados antes de impuestos y número de entidades en pérdidas<sup>1</sup>

CUADRO 8.8

	2010	2011	% var. 11/10
<b>Número de contratos</b>			
Clientes minoristas	2.345	3.635	55,0
Clientes no minoristas	86	154	79,1
<b>Total</b>	<b>2.431</b>	<b>3.789</b>	<b>55,9</b>
<b>Patrimonio asesorado (miles de euros)</b>			
Clientes minoristas	1.715.084	2.168.957	26,5
Clientes no minoristas	14.087.659	15.037.374	6,8
<b>Total</b>	<b>15.802.743</b>	<b>17.206.331</b>	<b>8,9</b>

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

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

El año 2011 supuso un ligero incremento en el número de entidades de capital-riesgo (ECR), que se situó en 336, de las cuales 143 eran sociedades de capital-riesgo (SCR), 114 fondos de capital-riesgo (FCR) y el resto sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo (SGEGR). En total se produjeron 19 altas y 16 bajas (véase cuadro 9.1).

En línea con lo ocurrido desde 2008, la mayor parte de las bajas registradas se produjo entre las SCR (14 bajas), debido a su escasa actividad o para evitar el incumplimiento de los coeficientes de inversión obligatorios fijados por la Ley de Entidades de Capital-Riesgo. Un 65% de las bajas correspondió a entidades con una antigüedad inferior a cinco años, tres de las cuales se centraban en el sector fotovoltaico y eólico.

En cuanto a las altas, en 2011 se inscribieron siete SCR, siete FCR y cinco SGEGR, de tal modo que el balance neto arroja siete SCR menos a cierre de 2011, seis FCR más que en 2010 y cuatro SGEGR más que en 2010.

**Altas y bajas en el registro en 2011**

CUADRO 9.1

Tipo de entidad	Entidades registradas a 31/12/10		Entidades registradas a 31/12/11	
	Altas	Bajas	Altas	Bajas
Sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo	5	1	75	79
Sociedades de capital-riesgo	7	14	150	143
Fondos de capital-riesgo	7	1	108	114
<b>Total ECR</b>	<b>19</b>	<b>16</b>	<b>333</b>	<b>336</b>

Fuente: CNMV.

Las características más destacadas de las nuevas entidades registradas son las siguientes:

- Como ocurriera en los últimos cuatro años, la mayor parte de las nuevas ECR (fondos y sociedades de capital-riesgo) se acogieron al régimen simplificado (el 70% de los casos).
- La inversión de las nuevas ECR se dirigió a empresas de reciente constitución o en crecimiento y, en consecuencia, las operaciones se registraron fundamentalmente en los segmentos de *start-up* y expansión.
- Respecto al destino sectorial de la inversión de las nuevas entidades, esta se dirigió, fundamentalmente, hacia los sectores tecnológico, industrial, energético y de la salud, así como hacia reestructuraciones de pymes en dificultades.

- El ámbito geográfico de actividad de los nuevos vehículos fue mayoritariamente nacional, aunque también se registraron entidades que limitan su inversión a una determinada Comunidad Autónoma. Asimismo, dos de los nuevos fondos centran su inversión en empresas que operan en Latinoamérica y en India, respectivamente.
- Otro aspecto a reseñar es la presencia, de nuevo, del sector público, a través de los FCR promovidos por las Comunidades Autónomas o por otro tipo de entidades públicas.

## 9.2 Algunos datos relevantes del sector

De acuerdo con la información preliminar de la Asociación de Entidades de Capital-Riesgo (ASCRI), la inversión en capital-riesgo en España durante el año 2011 se situó en 3.249 millones de euros, un 7% inferior al año anterior, aunque más del doble respecto a la cifra alcanzada en 2009, el peor ejercicio para el sector desde el inicio de la crisis financiera.

La actividad de inversión fue mucho más dinámica durante la primera parte de 2011, en cuyos primeros siete meses se realizaron dos tercios de las operaciones de inversión del ejercicio. Los fondos internacionales fueron responsables del 60% del volumen invertido, así como de las cinco mayores operaciones cerradas durante el año, que representaron el 47% del total invertido.

Las operaciones apalancadas representaron dos tercios del volumen total invertido en 2011. El 62% de estas operaciones se materializaron en el segmento de expansión. El *midmarket* volvió a cobrar mayor importancia, con 39 operaciones cerradas en el año, de las cuales 31 fueron realizadas por operadores nacionales.

La captación de nuevos fondos durante el ejercicio se situó en 3.258 millones de euros, lo que supuso un descenso del 26% respecto a 2010. Un 17% fue captado por entidades nacionales, mientras que el 83% restante correspondió a fondos internacionales.

Por su parte, las desinversiones alcanzaron los 1.557 millones de euros, volumen muy similar al registrado en 2010, aunque repartido en un número considerablemente mayor de operaciones de desinversión (556 operaciones en 2011 frente a 337 en 2010).

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



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

### 10.1 Información financiera

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

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

#### Principales características de la información presentada

El número total de informes de auditoría de las cuentas anuales correspondientes a 2010 recibidos en la CNMV a lo largo del 2011 ascendió a 966, un número similar al del año anterior. El número de informes de auditoría sobre las cuentas anuales de los emisores de valores con acciones admitidas a negociación disminuyó un 5,5%, por las exclusiones y fusiones de entidades cotizadas que tuvieron lugar en 2010, mientras que el número de informes de auditoría de los fondos de titulización de activos aumentó un 5,1%. Asimismo, la CNMV recibió un total de ocho informes especiales de auditoría.

En los informes de auditoría correspondientes a las cuentas anuales de 2010 se observó un descenso significativo en el número de informes que contenían alguna salvedad (véase cuadro 10.1), debido al nuevo marco normativo aplicable a los informes de auditoría, según el cual la existencia de incertidumbres significativas no debe afectar a la opinión del auditor, siempre que se informe adecuadamente sobre ellas en la memoria<sup>3</sup>. Sin embargo, el auditor debe incluir un párrafo de énfasis si existen incertidumbres significativas sobre la continuidad de negocio y, en el caso

---

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

2 Véase el artículo 35 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores. Los entes excluidos de esta obligación son «[...] Estados miembros de la Unión Europea, las Comunidades Autónomas, los entes locales y las demás entidades análogas [...], los organismos públicos internacionales de los que sea miembro al menos un Estado miembro de la Unión Europea, el Banco Central Europeo, y los Bancos Centrales nacionales de los Estados miembros [...]; y los emisores que tengan únicamente emisiones vivas de valores de deuda admitidas a negociación en un mercado secundario oficial [...] cuyo valor nominal unitario sea al menos 50.000 euros [...]».

3 Ley 12/2010, de 30 de junio, de Auditoría de Cuentas y Resolución de 21 de diciembre de 2010, del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, por la que se publica la modificación de la sección 3 de las Normas Técnicas de Auditoría, publicadas por Resolución de 19 de enero de 1991, relativa a las Normas Técnicas sobre Informes y que atañen a los informes de auditoría emitidos a partir del 1 de enero de 2011.

de otras incertidumbres, evaluar su mención. La opinión del auditor fue denegada en una sociedad, que tiene suspendida su cotización desde la fecha de remisión del informe financiero anual.

En cuanto al motivo de las salvedades, el número de informes de auditoría con errores o incumplimientos en relación con los principios y normas de contabilidad generalmente aceptados (opinión con excepciones) se mantuvo respecto al ejercicio anterior. Inicialmente, con respecto a las cuentas de 2010, se registraron nueve informes de auditoría con excepciones, correspondientes a cinco emisores de valores. Sin embargo, tras los requerimientos remitidos por la CNMV, dos emisores reformularon sus cuentas anuales.

Como se ha indicado, tras la modificación de la Ley de Auditorías ya no hay salvedades por incertidumbres. Sin embargo, 46 informes de auditoría contenían un párrafo de énfasis que ponía de manifiesto una incertidumbre (frente a los 57 informes con salvedades por incertidumbres en las auditorías relativas a las cuentas anuales de 2009).

#### Resumen de las auditorías de entidades emisoras recibidas en la CNMV CUADRO 10.1

	Ejercicio 2008		Ejercicio 2009		Ejercicio 2010	
	Número	%	Número	%	Número	%
<b>Auditorías recibidas en la CNMV</b>	<b>915</b>	<b>100</b>	<b>965</b>	<b>100</b>	<b>966</b>	<b>100</b>
Cuentas individuales	721	78,8	776	80,4	800	82,8
Cuentas consolidadas	194	21,2	189	19,6	166	17,2
Informes especiales O.M. 30/9/92	56		54		8	
<b>Opinión de auditoría</b>						
Opinión favorable	860	94,0	906	93,9	959	99,3
Opinión con salvedades	52	5,7	57	5,9	6	0,6
Denegación de opinión u opinión adversa	3	0,3	2	0,2	1	0,1
<b>Tipos de salvedades</b>						
Auditorías con excepciones	6	0,7	6	0,6	6	0,6
Auditorías con incertidumbres y otras	52	5,7	57	5,9	–	–
Auditorías con limitaciones al alcance	6	0,7	4	0,4	1	0,1
<b>Efectos de las excepciones</b>						
<b>Efectos sobre resultados de las excepciones</b>						
Auditorías con efectos positivos	2	0,2	0	0,0	2	0,2
Auditorías con efectos negativos	0	0,0	4	0,4	1	0,1
<b>Efectos sobre patrimonio de las excepciones</b>						
Auditorías con efectos positivos	0	0,0	2	0,2	0	0,0
Auditorías con efectos negativos	2	0,2	0	0,0	0	0,0
<b>Naturaleza de las incertidumbres</b>						
Continuidad del negocio	35	3,8	34	3,5	–	–
Recuperación de activos	19	2,1	25	2,6	–	–
Otras incertidumbres	17	1,9	19	2,0	–	–
<b>Naturaleza de los párrafos de énfasis</b>						
Relacionado con la continuidad de negocio					30	3,1
Relacionado con la recuperación de activos					12	1,2
Relacionado con otras circunstancias					19	2,0

Fuente: CNMV.

Las limitaciones al alcance son salvedades especialmente preocupantes porque reflejan que el auditor no ha dispuesto de información suficiente para formarse una opinión fundada. Inicialmente, respecto a las cuentas de 2010, se registraron nueve informes de auditoría con limitaciones al alcance, correspondientes a seis emisores de valores. Como resultado de los requerimientos remitidos por la CNMV, y una vez aplicados los procedimientos establecidos en las Normas Técnicas de Auditoría, se recibieron manifestaciones expresas de los auditores obviando las limitaciones al alcance incluidas en tres informes de auditoría, correspondientes a dos entidades. También se obviaron las limitaciones al alcance en otros cuatro informes de auditoría correspondientes a dos entidades, tras reformular estas sus cuentas anuales

### Actuaciones de la CNMV

La Ley del Mercado de Valores encomienda a la CNMV la tarea de comprobar que la información periódica regulada, incluidos los informes financieros anuales, se ha elaborado de conformidad con la normativa aplicable. Para el ejercicio de esta función, se faculta a la CNMV para exigir a las entidades cotizadas la publicación de informaciones adicionales, conciliaciones, correcciones o, en su caso, reformulaciones de la información financiera publicada. En este proceso, es habitual que la CNMV se dirija a los emisores solicitando, mediante requerimiento escrito, mayor información sobre asuntos concretos. Los requerimientos remitidos a los emisores en el ejercicio 2011, por salvedades o para ampliar la información contenida en los informes financieros anuales correspondientes al ejercicio 2010, se dirigieron a un total de 77 entidades (excluidos los fondos de titulización de activos).

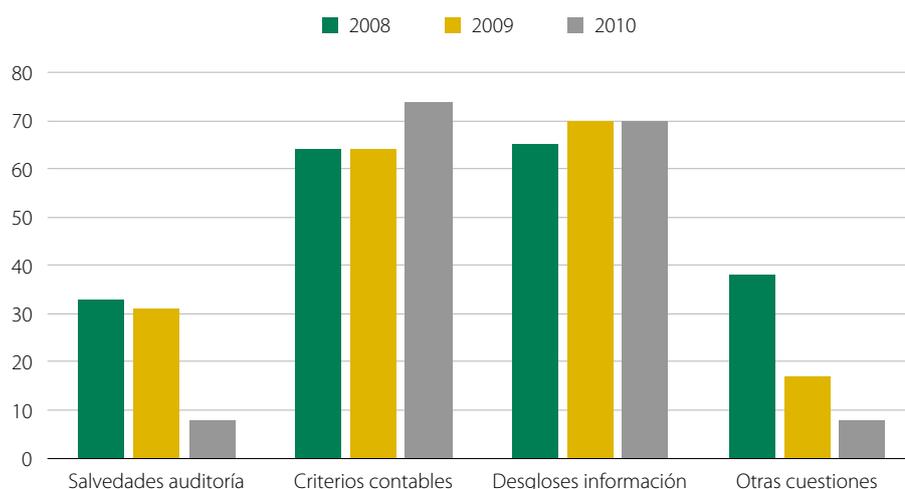
Para el desarrollo de la actividad supervisora sobre los informes financieros anuales, la CNMV establece dos niveles de revisión. En primer lugar, todos los informes recibidos en la CNMV se someten a una revisión formal centrada en las cuentas anuales y los informes de gestión del ejercicio correspondiente, en este caso, de 2010, y que incluye, al menos, la comprobación de los siguientes aspectos: (i) que la declaración de responsabilidad sobre el contenido de los informes financieros anuales esté firmada por los administradores (artículo 8 del Real Decreto 1362/2007); (ii) que el informe de gestión incorpore el Informe Anual de Gobierno Corporativo (artículo 526 de la Ley de Sociedades del Capital); (iii) que la memoria incluya los desgloses de información sobre los conflictos de intereses requeridos por el artículo 229 de la Ley de Sociedades de Capital, así como sobre el aplazamiento medio del pago a proveedores en las operaciones comerciales, de conformidad con lo previsto en la Resolución de 29 de diciembre de 2010 del ICAC; y (iv) que no existan diferencias materiales entre las cuentas anuales y la información financiera del segundo semestre previamente remitida.

En segundo lugar, la CNMV realiza una revisión sustantiva sobre un número determinado de cuentas anuales auditadas. Para identificar a las entidades que serán objeto de revisión sustantiva se aplica un modelo mixto de selección basado en el riesgo y en la rotación aleatoria, que se ajusta a los principios establecidos en el estándar número 1 de ESMA sobre información financiera.

El gráfico 10.1 refleja los principales motivos por los que se remitieron requerimientos a las entidades cotizadas (excluidos los fondos de titulización de activos) y su evolución en los últimos tres ejercicios.

## Número de requerimientos a los emisores (excluidos FTA) según motivo<sup>1</sup>

GRÁFICO 10.1



Fuente: CNMV. (1) Los requerimientos incluyen los remitidos a los emisores sujetos a revisión formal y sustantiva.

De conformidad con las recomendaciones de ESMA, la CNMV publica un informe anual sobre la supervisión de las cuentas anuales recibidas cada ejercicio, donde se describen las principales incidencias detectadas en la revisión de los estados financieros anuales y de periodos intermedios, y se identifican áreas de los estados financieros que, debido a su interés, serán objeto de una mayor atención en el proceso de revisión de las cuentas anuales del ejercicio siguiente. Respecto a los informes de auditoría correspondientes a 2010, el cuadro 10.2 muestra, entre las áreas anticipadas en el informe de supervisión de 2009, aquellas que generaron un mayor número de requerimientos de información a las entidades cotizadas.

## Información requerida sobre políticas contables y desgloses de información

CUADRO 10.2

Número de requerimientos	Criterios contables	Desgloses de Información
Criterios de valoración de instrumentos financieros y principales riesgos e incertidumbres (NIIF-7; NIC-32; NIC-39)	19	41
Combinaciones de negocios y consolidación (NIIF-3; NIC-27; NIC-28; NIC-31)	19	28
Registro del deterioro de activos (NIC-36)	18	32
Valoración de existencias e inversiones inmobiliarias (NIC-2; NIC-40)	2	14
Criterios de amortización de los activos materiales (NIC-16)	5	9
Acuerdos de concesiones (IFRIC 12) y Criterios de reconocimiento de ingresos y grado de avance (NIC-18; NIC-11)	12	9
Información segmentada (NIIF-8)	2	11
Operaciones con partes vinculadas (NIC-24)	–	18
Situaciones relacionadas con problemas de liquidez	–	11
Impuesto sobre sociedades (NIC-12)	5	24

Fuente: CNMV.

Durante el ejercicio de 2011 se recibieron informes de auditoría correspondientes a las cuentas anuales de 534 fondos de titulización, que dieron lugar a la remisión de 24 requerimientos. Asimismo, cabe destacar que, en el proceso de revisión de las cuentas anuales, la CNMV mantuvo reuniones de trabajo con 51 entidades cotizadas y con las cuatro principales firmas de auditoría.

Para facilitar la difusión de la información financiera, la CNMV pone a disposición del público, a través de su sitio de Internet ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)), el texto completo de las cuentas anuales, el informe de gestión y el informe de auditoría de las sociedades emisoras, tanto individual como consolidado. También se difunde un resumen de las salvedades de auditoría, las informaciones adicionales que los emisores envían en respuesta a los requerimientos remitidos y los informes especiales de auditoría. Asimismo, la CNMV publica el informe de supervisión mencionado anteriormente.

Durante el ejercicio 2011 se ha elaborado un nuevo procedimiento que mejora y simplifica el proceso de recepción y registro de los informes financieros anuales. La propuesta tiene carácter voluntario para los emisores y les permite remitir sus cuentas anuales, el informe de gestión y el informe de auditoría por medios telemáticos sin necesidad de enviar dicha documentación en papel, agilizando su puesta a disposición de los mercados e inversores.

Como resultado de los requerimientos remitidos, tres emisores han reformulado sus cuentas anuales individuales y consolidadas para corregir las salvedades de auditoría y dos entidades van a reexpresar la información comparativa en sus próximas cuentas anuales, de acuerdo con lo establecido por la NIC 8 (Políticas contables, cambios en las estimaciones contables y errores). Adicionalmente, y como consecuencia de las revisiones realizadas, se han identificado incumplimientos de los principios de reconocimiento y valoración recogidos en la normativa vigente que, por su materialidad, no han requerido la reformulación de las cuentas anuales de tres emisores, pero que deben subsanarse en los estados financieros del ejercicio 2011, mediante la reexpresión de la información comparativa.

### 10.1.2 Información periódica semestral y trimestral

Las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea deben remitir a la CNMV, cuando España sea el Estado miembro de origen, información financiera con carácter trimestral y semestral<sup>4</sup>. La CNMV realiza un seguimiento continuo de las informaciones financieras intermedias para detectar elementos que puedan suscitar dudas respecto a la aplicación de las normas contables. La revisión de esta información tiene un alcance inferior al de las cuentas anuales y se realiza durante el mes siguiente a su recepción en la CNMV. Como consecuencia de los trabajos de revisión realizados durante el pasado ejercicio, se requirió por escrito a ocho entidades que ampliaran o modificasen la información publicada.

En 2011, un 36,2% de los emisores, frente a un 33,7% el año anterior, sometieron sus cuentas anuales resumidas del primer semestre a una auditoría completa o a una revisión limitada por parte de los auditores. Este porcentaje se elevó al 84,8% (82,3% en 2010) para las entidades que formaban parte del Ibex 35.

---

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

De los emisores que sometieron sus estados financieros intermedios a algún tipo de revisión por parte del auditor, solo una presentaba una salvedad por limitación al alcance. No obstante, cabe señalar que los informes de seis entidades incluían párrafos de énfasis por continuidad de negocio. Dichos párrafos ya se recogían en los informes de auditoría de cuatro sociedades, respecto de sus cuentas anuales de 2010.

Finalmente, es importante señalar que, el 30 de enero de 2012, la CNMV publicó un conjunto de recomendaciones para mejorar la calidad de las declaraciones intermedias de gestión que las entidades con acciones admitidas a negociación remiten a los mercados de valores con carácter trimestral<sup>5</sup>.

### 10.1.3 Otros aspectos a destacar relacionados con la información financiera

#### Estados financieros proforma

Con fecha de 10 de febrero de 2012, la CNMV publicó una guía con una serie de criterios generales para elaborar los estados financieros proforma que se publican en los folletos de admisión a cotización y de otras operaciones corporativas (fusiones, adquisiciones, etc.)<sup>6</sup>. La guía contiene como anexo la norma internacional ISAE 3420 emitida por el IAASB<sup>7</sup>, cuya publicación se produjo el pasado 20 de diciembre de 2011.

#### Información sobre los sistemas de control interno de la información financiera

La Ley 2/2011 de Economía Sostenible incorporó nuevas obligaciones de información a las sociedades anónimas cotizadas. En concreto, esta ley modificó el contenido del Informe Anual del Gobierno Corporativo. Entre otras cuestiones, se requiere que dicho informe incorpore una descripción de las principales características de los sistemas internos de control y gestión de riesgos respecto al proceso de emisión de la información financiera. No obstante, y puesto que la orden ministerial que debía habilitar a la CNMV para el desarrollo específico de tales desgloses no se ha publicado todavía, la CNMV remitió una carta a los emisores señalándoles cómo complementar el Informe Anual de Gobierno Corporativo del ejercicio 2011 para incorporar los contenidos incluidos en la Ley de Economía Sostenible que no están recogidos específicamente en los apartados del modelo todavía en vigor.

#### Tratamiento de la deuda soberana en la información financiera

En el ejercicio de sus competencias en el ámbito de la información financiera para asegurar la efectiva y consistente aplicación de la legislación europea sobre valores y mercados, ESMA publicó el 28 de julio de 2011 un primer documento (*ESMA Sta-*

5 Se puede acceder al documento completo en este enlace <http://www.cnmv.es/loultimo/recomendaciones%20trimestral.pdf>. Véase también el recuadro 3 del Informe de la CNMV «Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas», correspondiente al primer trimestre de 2012, disponible en [http://cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Mercados/Mercados\\_I-2012.pdf](http://cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Mercados/Mercados_I-2012.pdf)

6 Se puede acceder al documento completo en el enlace <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={13276c2d-1a6d-46e4-bb69-347539c7609b>

7 IAASB: International Auditing and Assurance Standards Board. ISAE: International Standard on Assurance Engagements.

*tement on disclosures related to sovereign debt to be included in IFRS financial statements*) en el que se hacía referencia a los desgloses sobre deuda soberana que deben facilitarse en los estados financieros preparados según la normas internacionales de información financiera (NIIF).

Para una adecuada aplicación de las NIIF, ESMA señalaba que era necesario asegurar que las entidades cotizadas facilitasen unos adecuados desgloses de información sobre su nivel de exposición a la deuda soberana y a otros instrumentos relacionados. Asimismo, ESMA consideraba que, cuando fuese relevante, los desgloses se debían facilitar país por país e incluir cualquier información adicional que pudiera ser relevante para la comprensión de la información financiera por parte de los inversores.

Adicionalmente, ESMA emitió, con fecha 25 de noviembre de 2011, un segundo documento (*Sovereign Debt in IFRS Financial Statements*) dirigido a las entidades tenedoras de deuda y sus auditores y que consta de dos partes. En la primera parte se abordan algunos aspectos relativos al tratamiento contable de la deuda soberana, que deberían ser tenidos en cuenta en la preparación y revisión de los estados financieros preparados conforme a las NIIF a 31 de diciembre de 2011. En la segunda, se incluye la opinión de ESMA, dirigida a las autoridades nacionales, sobre las cuestiones contables que se debieron haber tenido en cuenta en la elaboración de la información semestral correspondiente al 30 de junio de 2011 en relación con las posiciones en deuda soberana griega y que podrían ser de utilidad a los supervisores nacionales en su proceso de revisión de dicha información intermedia. Asimismo, se describen las principales diferencias observadas por un grupo de trabajo de ESMA sobre la exposición y los métodos de contabilización de la deuda soberana griega, a partir del análisis de una muestra de 53 entidades financieras y de seguros.

Por último, y con propósitos similares, cabe señalar que el 6 de enero de 2012 la SEC estadounidense emitió una guía recomendando a las entidades financieras que cotizan en EE.UU. que informen sobre su exposición a la deuda europea, distinguiendo entre deuda soberana, corporativa y financiera, desglosada por país y tipo de instrumento financiero, para conseguir una mayor consistencia en la información dirigida al mercado. De acuerdo con la SEC, las entidades deberían cuantificar y explicar cómo cubren sus exposiciones (importes brutos y netos de coberturas) y cuáles son sus efectos, indicando la contraparte, el país donde se realizan las coberturas y cómo gestiona la dirección las exposiciones indirectas en sus análisis de riesgos. Asimismo, deberían desglosar la metodología utilizada para seleccionar los países sobre los que se informa, señalando que podrían variar en el tiempo según las circunstancias.

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

Las comunicaciones de participaciones significativas de accionistas y las operaciones de consejeros y directivos, así como a las declaraciones de operaciones sobre acciones propias de la sociedad cotizada (en adelante, notificaciones) están reguladas por el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea (Real Decreto de Transparencia), y por el Real Decreto

1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado (Real Decreto de Abuso de Mercado).

Durante el ejercicio 2011 se validaron un total de 3,987 notificaciones, lo que supone un incremento del 11,5% respecto a 2010 (véase gráfico 10.2). En cuanto a la distribución de las notificaciones registradas, el 65% correspondieron a consejeros (68% en 2010), el 16% a accionistas significativos no consejeros (mismo porcentaje que en 2010), el 14% a directivos (11% en 2010) y el 5% restante a las operaciones de auto-cartera (mismo porcentaje que en 2010).

### Número de notificaciones registradas

GRÁFICO 10.2



Fuente: CNMV.

### Notificaciones anuladas y rectificadas

Las notificaciones validadas representaron el 86,4% de las registradas (4.614), siendo las restantes anuladas o sustituidas, en su caso, por nuevas comunicaciones. El número de notificaciones erróneas anuladas aumentó un 17% respecto a 2010. Desde agosto de 2011, las notificaciones que anulan otras anteriores quedan señaladas e identificadas en el Registro Oficial de la CNMV.

La mayoría de las notificaciones anuladas lo son a instancias de la CNMV cuando, en el ejercicio de sus labores de supervisión, se detectan errores, omisiones, información confusa o engañosa. Los motivos más frecuentes por los que se requiere la anulación y rectificación de una notificación son: (i) los errores en las fechas, precios y volúmenes de las operaciones declaradas; (ii) la información incompleta sobre la tenencia indirecta de los derechos de voto, provocada, por ejemplo, por la no identificación de la cadena de control de las sociedades a través de las cuales el sujeto obligado tiene el control de los derechos de voto declarados; y (iii) la falta de coincidencia entre la posición inicial declarada por el sujeto obligado en su nueva notificación y la posición final declarada en la última notificación registrada. También es frecuente que, tras ampliaciones o reducciones de capital en la sociedad cotizada, los sujetos obligados incorporen incorrectamente en sus notificaciones tanto el número total de los derechos de voto del emisor como su porcentaje de participación.

La mayoría de las anulaciones practicadas en 2011 (61%) se refirieron a sociedades con menos de mil millones de euros de capitalización que, sin embargo, son objeto del 44% del total de las notificaciones recibidas. Los consejeros de este tipo de sociedades son el colectivo que acumula el mayor porcentaje de anulaciones (42%). Más de la mitad de las declaraciones anuladas y rectificadas sobre operaciones con acciones propias (63%) también corresponden a sociedades pertenecientes a este grupo de capitalización.

### Notificaciones presentadas fuera de plazo

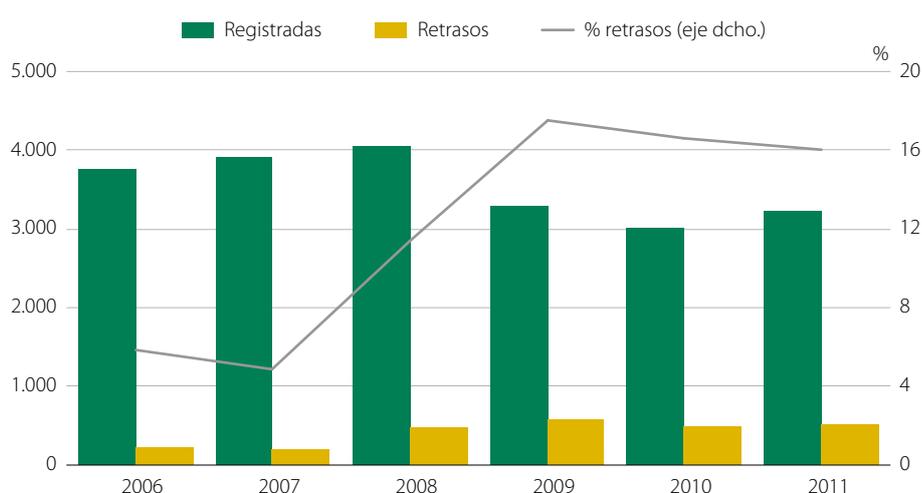
El número de notificaciones recibidas en un plazo superior al máximo establecido en la normativa ascendió a 594, lo que supone un 16% del total, frente al 16,6% en 2010. El 87% de las notificaciones con demora del pasado ejercicio correspondieron a comunicaciones presentadas por consejeros y accionistas significativos (88,8% en 2010).

Además del ligero retroceso en la proporción de comunicaciones presentadas con demora, durante 2011 destacó una clara tendencia hacia la reducción en el número de días de demora acumulados, con una concentración elevada en torno al tramo inferior a siete días (un 49,3% se encontraba en ese tramo en 2011, frente al 34,7% en 2010). Las demoras de presentación superiores a 90 días se redujeron al 15,9% (20,5% en 2010).

Durante el pasado ejercicio, la CNMV envió un total de 88 requerimientos (98 en 2010) por la presentación de 162 notificaciones fuera de plazo. De acuerdo con las respuestas recibidas, el 81% de los sujetos requeridos (el 74% en 2010) alegó errores de interpretación de la normativa o fallos administrativos o de control interno<sup>8</sup>.

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

GRÁFICO 10.3



Fuente: CNMV.

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

## Notificaciones referidas a accionistas significativos no consejeros

De acuerdo con el Real Decreto de Transparencia, el primer umbral de notificación de los derechos de voto de los accionistas significativos se sitúa en el 3% del capital social. Si el accionista está domiciliado en un paraíso fiscal, el umbral sujeto a notificación se reduce al 1% y sus respectivos múltiplos. Durante 2011, las notificaciones de derechos de voto de los accionistas significativos (638) afectaron a 111 sociedades cotizadas y fueron efectuadas por 216 accionistas distintos. Este tipo de comunicación aumentó un 13% respecto a 2010. El cuadro 10.2 muestra la distribución de las notificaciones recibidas, agrupadas por tramos de derechos de voto y por capitalización bursátil de las sociedades afectadas.

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

CUADRO 10.3

Sociedades	Derechos de voto			
	Menos del 5%	Entre el 5% y 30%	Entre el 30% y 50%	Más del 50%
Ibex 35	208	87	3	6
Más de 1.000 millones de euros	20	8	1	5
Menos de 1.000 millones de euros	174	104	10	8
Excluidas	1	–	–	3
<b>Total</b>	<b>403</b>	<b>199</b>	<b>14</b>	<b>22</b>
% sobre el total	63%	31%	2%	4%

Fuente: CNMV.

Los accionistas también están obligados a notificar a la CNMV la adquisición o transmisión de instrumentos financieros que proporcionen al tenedor el derecho a adquirir una participación significativa en términos de derechos de voto. En 2011 se recibieron diez notificaciones de este tipo (15 en 2010), presentadas por siete accionistas sobre otras tantas sociedades cotizadas. En cinco casos, los instrumentos financieros correspondían a opciones de compra pendientes de ejercitar al cierre de 2011. El resto de instrumentos comunicados durante el año ya no se encuentran vigentes en la actualidad.

### Notificaciones referidas a los consejeros

El Real Decreto de Abuso de Mercado obliga a los consejeros de las sociedades cotizadas a notificar todas las operaciones que realicen sobre acciones o instrumentos financieros cuyo subyacente sean las acciones de la sociedad cotizada donde ejercen el cargo. Además, el Real Decreto de Transparencia obliga a los consejeros a informar de su posición final en derechos de voto o instrumentos financieros. Como se aprecia en el cuadro 10.3, durante 2011 un total de 808 consejeros presentaron 2.377 notificaciones sobre 132 sociedades, lo que representa un incremento del 8,9% respecto al número de comunicaciones recibidas en el ejercicio 2010.

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

CUADRO 10.4

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

	Emisores			Notificaciones			Consejeros		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Ibex	34	34	35	865	823	927	286	255	315
Más 1.000 millones de euros	14	14	9	219	277	165	96	105	61
Menos 1.000 millones de euros	90	85	85	1.259	1.064	1.258	485	391	408
Excluidas / Otros	3	3	3	22	18	27	15	15	24
Total	141	136	132	2.365	2.182	2.377	882	766	808

Fuente: CNMV.

En el ejercicio 2011 se recibieron 202 notificaciones de instrumentos financieros (242 en 2010) que afectaban a 30 sociedades cotizadas, 17 de ellas incluidas en el Ibex 35. El Real Decreto de Transparencia también obliga a notificar la delegación de derechos de voto recibidos u otorgados para las juntas generales de accionistas. En 2011 se recibieron 25 notificaciones sobre derechos de voto en representación para las juntas de nueve sociedades (28 notificaciones sobre once sociedades en 2010).

### Notificaciones referidas a los directivos

El Real Decreto de Abuso de Mercado obliga a los directivos de las sociedades cotizadas a notificar todas las adquisiciones o transmisiones, tanto de forma directa como indirecta, a través de terceros con vínculos estrechos, de instrumentos financieros cuyo subyacente sean acciones de la sociedad cotizada donde ocupan el cargo. Los directivos no están obligados a informar de la posición final. En 2011 se recibieron 542 notificaciones de directivos (392 en 2010), lo que supone un incremento del 38,3% respecto a 2010 en el número de comunicaciones recibidas. Este tipo de comunicaciones afectaban a 50 sociedades.

### Comunicaciones de operaciones con acciones propias

De acuerdo con el Real Decreto de Transparencia, el emisor de acciones admitidas a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea, para el que España sea Estado de origen, está obligado a comunicar a la CNMV la proporción de derechos de voto que quede en su poder cuando realice adquisiciones que alcancen o superen el 1% de los derechos de voto totales. Desde abril de 2009, el límite máximo de autocartera previsto por la Ley de Sociedades de Capital para las sociedades cotizadas pasó del 5% al 10%. Durante 2011, se validaron en la CNMV un total de 218 notificaciones de operaciones con acciones propias (180 en 2010) que afectaron a 68 emisores (61 en 2010). El cuadro 10.4 muestra la distribución de las notificaciones recibidas durante el pasado año, según la capitalización bursátil de la compañía y el porcentaje de posesión final de acciones propias.

## Número de notificaciones de autocartera según posición final

CUADRO 10.5

	Total notificaciones	Menos de 1%	Entre 1 y 2%	Entre 2 y 3%	Entre 3 y 4%	Entre 4 y 5%	Más del 5%
Ibex	111	42	34	13	9	5	8
Más de 1.000 millones de euros	8	4	0	0	1	0	3
Menos 1.000 millones de euros	99	41	13	12	10	9	14
Excluidas	0	0	0	0	0	0	0
<b>Total</b>	<b>218</b>	<b>87</b>	<b>47</b>	<b>25</b>	<b>20</b>	<b>14</b>	<b>25</b>

Fuente: CNMV.

### Pactos parasociales y acciones concertadas

La Ley de Sociedades de Capital (y anteriormente la Ley de Transparencia) exige dar publicidad a los pactos parasociales que afecten a las sociedades cotizadas o a las entidades que ejercen el control sobre una sociedad cotizada<sup>9</sup>. Estas comunicaciones se registran como hecho relevante. Los pactos pueden regular el ejercicio de los derechos de voto o restringir la libre transmisibilidad de las acciones. Si se da la primera circunstancia, la CNMV analiza su efecto en las notificaciones de participaciones significativas. Durante 2011, se recibieron en la CNMV un total de 19 comunicaciones (once en 2010) sobre pactos parasociales, que afectaron a 17 sociedades cotizadas (once en 2010). Dos de estas comunicaciones informaban de la finalización de acuerdos y tres de ellas de la modificación o prórroga de pactos preexistentes. Las 14 comunicaciones restantes informaban de nuevos pactos que afectaban a doce sociedades cotizadas.

El Real Decreto de Transparencia requiere que la celebración de un acuerdo con un tercero que obligue a adoptar, mediante el ejercicio concertado de los derechos de voto, una política común duradera en lo que se refiere a la gestión de la sociedad o que tenga por objeto influir de manera relevante en la misma, sea notificado como acción concertada. A lo largo de 2011 se registraron 26 comunicaciones (cuatro en 2010) de acción concertada entre los accionistas de once sociedades cotizadas (cuatro en 2010).

### 10.3 Gobierno corporativo

En el año 2011, 153 sociedades anónimas cotizadas, 33 cajas de ahorro y otros 26 emisores de renta fija presentaron el Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC) correspondiente a 2010, conforme a lo estipulado en la Ley 26/2003, de Transparencia. En general, no se produjeron incidencias en el envío y recepción telemática de los informes, si bien se enviaron requerimientos a once sociedades por su presentación fuera de plazo o por no haber incorporado el IAGC al informe de gestión.

A partir de los IAGC de las sociedades, la CNMV elabora y publica anualmente un informe donde se analizan, en términos agregados, las principales pautas de gobier-

<sup>9</sup> Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

no corporativo de los emisores y se difunde gran cantidad de datos estadísticos individualizados de cada entidad<sup>10</sup>.

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

Según el Informe de Gobierno Corporativo correspondiente al ejercicio 2010 (publicado en diciembre de 2011), los aspectos y tendencias más relevantes de las prácticas de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas son los siguientes:

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

A nivel agregado, las declaraciones incluidas en los IAGC sobre el grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado en 2010 ponían de manifiesto los siguientes aspectos:

- (i) En promedio, las sociedades cotizadas cumplían el 78% de las recomendaciones del Código (77% en 2009) y, adicionalmente, de forma parcial, otro 9% (10% en 2009). Por tanto, a nivel agregado no se seguía un 13% de las recomendaciones. Como en años anteriores, las sociedades del Ibex 35 mantenían en promedio un porcentaje de incumplimientos inferior a la mitad del registrado por el resto de las sociedades. El 44% de las sociedades (41% en 2009) declaraban un seguimiento del Código Unificado en 2010 superior al del año anterior.
- (ii) Como en ejercicios anteriores, las recomendaciones que menos se seguían eran las relativas al régimen de aprobación y transparencia de las retribuciones de los consejeros. Su grado de seguimiento (65%) siguió siendo inferior a la media del Código Unificado, aunque se produjo un avance de 2,4 puntos porcentuales respecto a 2009.
- (iii) Solo hubo dos recomendaciones del Código que fueron seguidas por menos de un tercio de las sociedades cotizadas. Ambas se refieren a la transparencia de las retribuciones de los consejeros: la recomendación 40 (que el Consejo someta a la Junta un informe sobre la política de retribuciones de los consejeros) y la 41 (que en la memoria se detallen las retribuciones individuales), seguidas, respectivamente, por el 27,3% y el 31,8% de las sociedades cotizadas (21,2% y 28,2% en 2009).

#### Consejo de administración y consejeros

El tamaño medio del Consejo se mantuvo en 2010 en 10,4 miembros (14,3 en el Ibex), con un mínimo de tres y un máximo de 23. En 22 sociedades (23 en 2009), el número de miembros del Consejo de administración estaba fuera del rango recomendado por el Código Unificado (entre cinco y 15 consejeros). Los consejos con más de 15 miembros se concentraban mayoritariamente entre las sociedades del Ibex 35. La antigüedad de los miembros del Consejo se mantenía sin grandes cambios. En concreto, los consejeros ejecutivos seguían acumulando la mayor antigüedad (10,2 años).

10 Los informes publicados por la CNMV se encuentran disponibles en: <http://www.cnmv.es/Portal/Publicaciones/PublicacionesGN.aspx?id=21>

Aunque los consejeros independientes son los que, en promedio, permanecen menos tiempo en el Consejo (6,5 años), en 2010 aumentó el número de ellos con una antigüedad en el cargo superior a doce años. En concreto, un total de 75 consejeros independientes (15% del total en este tipo de consejeros) acumulaban más de doce años de antigüedad al cierre del año. La proyección de estos datos sugiere que, en 2011, el porcentaje de consejeros independientes con una antigüedad superior a la recomendada por el Código Unificado (doce años) ascendería al 16,4% del total de este grupo.

Por otra parte, el 94% de las sociedades mantenía una mayoría de consejeros externos en el Consejo. En 2010, los dominicales e independientes incrementaron su presencia en 0,5 y 0,7 puntos porcentuales respectivamente.

Por otro lado, en 2010 se produjo una reducción en el porcentaje de sociedades con menos de un tercio de consejeros independientes en el Consejo, pasando del 55% en 2009 al 50% en 2010. No obstante, a nivel agregado, la proporción de externos independientes se situó en el 31%, porcentaje similar al del año anterior.

La presencia femenina en los consejos se mantuvo prácticamente estable (10% en 2010 frente al 9% en 2009), al igual que el porcentaje de mujeres ejecutivas (en torno al 4%).

Los presidentes de los consejos de las sociedades cotizadas seguían siendo mayoritariamente ejecutivos (67% en 2010, frente al 71% en 2009). Un 5% de los consejeros con cargo de presidente eran consejeros independientes (6% en 2009).

### Comisiones delegadas

Todas las sociedades cuentan con un Comité de auditoría y un 87% con una Comisión de nombramientos y retribuciones (85% en 2009). El 39% de las sociedades, porcentaje similar al del año anterior, tenía constituida una comisión delegada con funciones ejecutivas.

Como en años anteriores, la presencia de independientes en el Comité de auditoría (48%) y en la Comisión de nombramientos y retribuciones (51%) fue superior a la del Consejo (31%). Además, se produjo un incremento de los independientes en el Comité de auditoría y del porcentaje de consejeras con esta característica.

El cargo de presidente del Comité de auditoría siguió estando mayoritariamente ocupado por consejeros independientes (73%, el mismo porcentaje que en 2010). En el 82% de las sociedades, todos los miembros de dicho Comité eran consejeros externos. En 20 sociedades (siete del Ibex 35) el Comité de auditoría estaba formado exclusivamente por independientes.

El porcentaje de sociedades que cumplían todas las recomendaciones del Código Unificado sobre la composición de la Comisión de nombramientos y retribuciones (totalidad de consejeros externos, mayoría de independientes y presidente independiente) se situó en el 39% en 2010, frente al 40,1% en 2009.

Durante 2010 el 46% de los nombramientos de nuevos consejeros y el 47% de las reelecciones se realizaron a propuesta de la Comisión de nombramientos (78% y 70%, respectivamente, en 2009).

El Código Unificado recomienda que la estructura de participación de las diferentes categorías de consejeros en la Comisión ejecutiva sea similar a la del Consejo. En 2010, el 67% de las sociedades declararon que la composición de la Comisión ejecutiva era similar a la del consejo (63% en 2009).

### Retribuciones del Consejo y la alta dirección

La retribución media devengada por Consejo ascendió a 2,7 millones de euros (3,1 millones en 2009). La retribución media por consejero se situó en 260.215 euros anuales, lo que supone un descenso del 10,8% respecto al ejercicio 2009. En esta moderación de las retribuciones desempeñó un papel notable la disminución significativa en las indemnizaciones por cese. Descontando el efecto de este concepto retributivo, la reducción media por Consejo y consejero se habría situado en torno al 4,8%.

En términos agregados, la estructura de la retribución de los consejos se distribuyó de la siguiente forma: el 40% correspondía a la retribución anual fija (36% en 2009), la remuneración variable representaba el 24% (24% en 2009), las dietas el 11% (10% en 2009) y el 25% restante procedía de sistemas retributivos basados en acciones, indemnizaciones y atenciones estatutarias (31% en 2009).

La remuneración media por consejero ejecutivo disminuyó un 8% (0,6% descontado el efecto de las indemnizaciones), situándose ligeramente por encima del millón de euros en 2010.

La retribución media de los consejeros externos se situó en 102.472 euros, lo que supone una disminución de un 1,8%. Esta reducción no afectó por igual a los distintos tipos de consejeros. En concreto, los dominicales y otros externos registraron descensos del 3,6% y el 17,5%, respectivamente, mientras que los independientes vieron incrementada su retribución de 2010, en promedio, un 3,8%. Este incremento se debió a la mayor presencia de independientes en las comisiones del Consejo, sobre todo en las sociedades del Ibex 35.

Los consejeros de 83 sociedades (84 en 2009) percibieron retribuciones variables en 2010. La retribución variable media por Consejo fue de 1,2 millones de euros, un 8,9% menos que el año anterior.

En el ejercicio 2010, el número de miembros de la alta dirección se situó en 1.164 (1.216 en 2009) y su retribución media fue 454.713 euros, lo que representa un incremento de 9,1% sobre el año anterior. Este incremento se explica, en buena medida, porque los altos directivos de una sociedad del Ibex 35 recibieron, en promedio, 6,8 millones de euros derivados de planes retributivos no recurrentes, materializados en 2010. La retribución otorgada por esta sociedad supuso un 10% del importe agregado devengado por la alta dirección.

### Junta general de accionistas

El porcentaje de sociedades que facilitan el voto a distancia ha aumentado de forma continuada desde el ejercicio 2008, pasando del 12,3% al 19,6% en 2010. Durante ese periodo también se ha reducido el porcentaje de sociedades que exigen un número mínimo de acciones para poder asistir a la Junta (del 57,3% en 2008 al 54,2% en 2010).

A pesar de ello, el porcentaje medio de asistencia a las juntas generales de accionistas se situó, en el ejercicio 2010, en el 74% del capital social, un punto menos que en 2009, disminuyendo tanto la presencia física como la participación mediante representación y el voto a distancia.

Los datos del IAGC sugieren que un mayor capital flotante no comporta, necesariamente, una mayor asistencia a las juntas generales. De hecho, se observa una relación inversa entre el porcentaje promedio de capital que participa en las juntas y el porcentaje de capital flotante de la sociedad, de tal forma que los porcentajes máximos de participación coinciden con los porcentajes mínimos de capital flotante.

### **Aplicación del principio de cumplir o explicar**

El artículo 61 bis de la Ley del Mercado de Valores obliga a las sociedades cotizadas a consignar en su IAGC el grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo o, en su caso, explicar su falta de seguimiento.

En 2011 se analizó una muestra de 647 explicaciones (un 33,6% del total) incluidas en los IAGC de 2010 sobre las diez recomendaciones menos seguidas del Código Unificado. Excepto en las sociedades del Ibex 35, se observó una disminución del nivel de calidad de dichas explicaciones, que sigue por debajo de la media europea. En particular, destacan las siguientes conclusiones del análisis:

- Un 18% de las explicaciones (14% en 2009) fueron incorrectas porque, aunque en la práctica las recomendaciones afectadas se estaban cumpliendo, no eran adecuadamente interpretadas por la sociedad o no resultaban de aplicación.
- Aumentó en 14 puntos porcentuales la proporción de explicaciones de tipo redundante que reiteraban la existencia de una desviación sin analizar los motivos. La mayoría correspondían a las recomendaciones sobre las retribuciones del Consejo y la composición de los miembros de la Comisión de nombramientos y retribuciones.
- Disminuyeron las explicaciones razonadas que informan sobre una situación particular de la sociedad y los motivos por los que esta circunstancia le impide seguir una recomendación. Normalmente estas explicaciones hacen referencia al tamaño o la estructura de la propiedad de la sociedad cotizada.
- También se redujo la proporción de explicaciones que incluyen un compromiso de la sociedad para adoptar medidas que le permitan seguirlas en el futuro. Estas explicaciones se refieren, sobre todo, a la presencia de independientes y a la diversidad de sexos en los órganos de gobierno.

Como resultado de la revisión anual de los IAGC llevada a cabo por la CNMV, se enviaron escritos solicitando la corrección de incidencias o la ampliación de información a 15 sociedades (24 en 2009) en relación con 24 de las 58 recomendaciones del Código Unificado. La mayoría de las cartas enviadas incluían orientaciones destinadas a mejorar la calidad de las explicaciones ofrecidas cuando no se siguen las recomendaciones.

## Cumplimiento de las definiciones vinculantes

A efectos de los IAGC, la aplicación del Código Unificado implica respetar sus definiciones vinculantes<sup>11</sup>, en particular la de consejero independiente, a la que el Código Unificado y la práctica internacional atribuyen una especial relevancia. El Código establece que un consejero no puede calificarse como independiente cuando el desempeño de sus funciones pueda verse condicionado por las relaciones con la sociedad, sus accionistas o sus directivos.

La revisión anual realizada el pasado año por la CNMV sobre el cumplimiento de las definiciones vinculantes puso de manifiesto algunas situaciones residuales que podrían cuestionar la adecuada calificación de algunos miembros del Consejo, lo que dio lugar al envío de requerimientos solicitando información adicional, aclaraciones o, en su caso, la publicación de un escrito de ampliación de información con la nueva clasificación de los consejeros afectados.

## Transparencia de las operaciones con partes vinculadas

El importe de las operaciones vinculadas realizadas por las sociedades cotizadas durante el primer semestre de 2011 ascendió a 256.221 millones de euros, lo que supuso un descenso de un 1% con respecto al mismo periodo del año anterior. Un 61% de estas operaciones fueron realizadas con accionistas significativos, un 28% con personas, sociedades o entidades del grupo, un 0,6% con administradores y directivos y el resto con otras partes vinculadas. Los anteriores porcentajes fueron el 54%, el 34% y el 0,8%, respectivamente, en el primer semestre de 2010. El cuadro 10.5 muestra los diferentes tipos de transacciones realizadas por las sociedades cotizadas en el primer semestre de 2011, desglosadas por partida y según la naturaleza de la parte vinculada.

En cuanto a las contrapartes de las operaciones, durante el pasado ejercicio 121 sociedades comunicaron 499 operaciones con accionistas significativos, 75 sociedades declararon 224 operaciones con administradores y directivos, 94 señalaron 450 operaciones con personas o entidades del grupo y 85 indicaron haber realizado 325 operaciones con otras partes vinculadas. Como se indica en el Informe de Gobierno Corporativo publicado por la CNMV correspondiente al ejercicio 2010, un total de 25 sociedades identificaron situaciones de conflicto de intereses durante ese año, que afectaron a 132 consejeros. Respecto a la naturaleza de los conflictos de intereses de los administradores, destacaron de manera especial las relativas a la aprobación de operaciones relevantes, que suponen una transferencia de recursos o el reconocimiento de obligaciones entre la sociedad y las partes vinculadas al administrador.

Las sociedades cotizadas incluyen en su normativa interna una serie de procedimientos para facilitar a los consejeros la declaración de este tipo de situaciones. Las principales medidas preventivas adoptadas en 2010 fueron similares a las declaradas en años anteriores. En particular, destacaron las siguientes: (i) las operaciones que realicen los consejeros con la sociedad deben ser autorizadas por el Consejo, previo informe elaborado por el Comité de auditoría o la Comisión de nombramientos; (ii) los consejeros están obligado a comunicar los cambios significativos que

---

11 El artículo 61 bis de la Ley del Mercado de Valores, introducido por la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, convierte las definiciones vinculantes del Código Unificado en precepto legal.

puedan afectar a la situación profesional, siempre que pueda derivarse una potencial situación de conflicto de intereses; (iii) también deben informar a la sociedad de la participación en compañías que tengan la misma actividad o cuya actividad sea complementaria a la de la sociedad; y (iv) se prohíbe a los consejeros desempeñar cargos en empresas competidoras.

### Transacciones con partes vinculadas. Primer semestre de 2011

CUADRO 10.6

Millones de euros

	Accionistas significativos		Administradores y directivos		Personas, sociedades o entidades del grupo		Otras partes vinculadas	
	Importe	% 15 11/10	Importe	% 15 11/10	Importe	% 15 11/10	Importe	% 15 11/10
Gastos financieros	614	-5,9	12	4,1	229	125,5	370	86,9
Arrendamientos	41	-10,9	0	n.a.	19	265,2	9	44,9
Recepción de servicios	285	17,6	25	-40,6	660	-26,9	126	3,1
Compra de bienes (terminados o en curso)	1.779	-9,0	19	21,2	3.356	-0,8	33	1,3
Otros gastos <sup>1</sup>	316	-24,6	33	-53,4	132	34,1	81	-3,0
<b>Total gastos</b>	<b>3.034</b>	<b>-8,0</b>	<b>89</b>	<b>-36,0</b>	<b>4.396</b>	<b>-2,0</b>	<b>618</b>	<b>40,0</b>
Ingresos financieros	1.262	62,0	9	49,4	556	-32,7	358	2,1
Dividendos recibidos	75	-39,2	9	-35,6	235	-17,7	118	-12,6
Prestación de servicios	828	-26,0	3	-74,3	683	-5,0	145	-43,9
Venta de bienes (terminados o en curso)	461	-54,3	5	7,9	1.276	-31,5	189	692,9
Otros ingresos <sup>2</sup>	398	-64,3	0	n.a.	228	24,5	56	-0,7
<b>Total ingresos</b>	<b>3.024</b>	<b>-27,0</b>	<b>26</b>	<b>-28,0</b>	<b>2.979</b>	<b>-23,0</b>	<b>866</b>	<b>5,0</b>
Créditos y aportaciones de capital	44.163	35,2	316	33,0	16.166	10,6	9.247	-0,8
Préstamos y aportaciones de capital	49.892	12,3	503	-41,6	8.451	112,8	10.556	-22,3
Garantías y avales prestados	3.105	-44,0	34	-89,7	2.047	11,2	600	-60,4
Garantías y avales recibidos	22.581	43,3	546	97,9	6.436	6,9	318	1553,0
Compromisos adquiridos	4.031	-59,7	18	0,1	20.958	-50,9	1.325	1323,1
Dividendos y otros beneficios	2.254	41,8	22	13,1	18	53,3	98	-9,2
Otras operaciones <sup>3</sup>	23.944	11,8	65	-39,4	9.510	-9,8	3.985	-5,5
<b>Total otras transacciones</b>	<b>149.971</b>	<b>14,0</b>	<b>1.505</b>	<b>-19,0</b>	<b>63.585</b>	<b>-20,0</b>	<b>26.128</b>	<b>-9,0</b>
<b>Total</b>	<b>156.029</b>	<b>12,4</b>	<b>1.620</b>	<b>-20,2</b>	<b>70.960</b>	<b>-19,4</b>	<b>27.612</b>	<b>-8,3</b>
<b>% sobre total</b>	<b>60,9</b>		<b>0,6</b>		<b>27,7</b>		<b>10,8</b>	

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

n.a.: no aplicable.

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

En este ámbito, entre los resultados obtenidos en la verificación realizada por la CNMV destacaron especialmente los dos siguientes:

- Miembros del Comité de auditoría: la gran mayoría de sociedades cotizadas cumplían con los requisitos legales sobre la composición del Comité de audito-

ria. De las ocho sociedades que se mantuvieron en seguimiento especial desde 2010, seis regularizaron la composición de sus comités de auditoría durante el primer semestre de 2011. Las dos sociedades restantes fueron excluidas de cotización.

- Durante el año 2011, 25 sociedades cotizadas presentaron incidencias, la mayoría de las cuales se produjeron por la ausencia de consejeros independientes en el comité de auditoría<sup>12</sup>.

Además, los comités de auditoría de seis sociedades estaban compuestos por un número inferior a tres miembros. No obstante, en cinco de estos casos la situación ha quedado regularizada.

### 10.3.3 Reforma legislativa

La Ley de Economía Sostenible y la LORCA<sup>13</sup> establecieron nuevos requisitos de transparencia exigibles a las sociedades anónimas cotizadas y a las cajas de ahorros. Estos requisitos, cuyo formato y contenidos están sujetos a su desarrollo en orden ministerial y, en su caso, a una circular de la CNMV, se refieren fundamentalmente a:

- Definiciones de la tipología de consejeros.
- Contenido y formato del informe anual sobre retribuciones de los consejeros. Las nuevas exigencias de transparencia en materia de retribuciones de los consejeros afectan a las sociedades cotizadas y a las cajas de ahorros.
- Contenido y formato del Informe Anual de Gobierno Corporativo. La actualización del Código Unificado, las nuevas exigencias de transparencia de la Ley de Economía Sostenible y las modificaciones en la LORCA sobre gobierno corporativo hacen necesaria la revisión y actualización de los modelos de IAGC establecidos en las circulares 1/2004, 2/2005 y 4/2007, así como de la aplicación informática para la recepción telemática de los informes por el sistema CIFRA-DOC/CNMV.

Además, tras la experiencia supervisora de los últimos cuatro años de revisión de los IAGC, puede concluirse que la información sobre riesgos y sus controles debe ser mejorada. Esta necesidad se ha puesto de manifiesto reiteradamente en los informes anuales de la CNMV sobre el gobierno corporativo de los emisores. Por ello, en el nuevo modelo se revisará especialmente el contenido del capítulo sobre control de riesgos del IAGC, en el que los emisores deben explicar sus principales riesgos y controles.

Una vez aprobada la orden ministerial correspondiente, se ajustarán los modelos normalizados previstos en el proyecto de Circular de la CNMV que ya fue sometido a consulta pública desde el 24 de octubre al 14 de noviembre de 2011.

---

12 En este sentido, la Ley 12/2010, de 30 de junio, modificó la Disposición adicional decimoctava de la Ley del Mercado de Valores, que regula la composición y las funciones del Comité de auditoría, estableciendo que «al menos uno de los miembros del comité de auditoría será designado teniendo en cuenta sus conocimientos y experiencia en materia de contabilidad, auditoría o ambas».

13 Ley 31/1985, de 2 de agosto, de regulación de las normas básicas sobre órganos rectores de las cajas de ahorro, modificada por el Real Decreto-Ley 11/2010, sobre órganos de gobierno y otros aspectos jurídicos de las cajas.

## 10.4 Hechos relevantes recibidos en la CNMV

El número de comunicaciones de información relevante registradas durante el año 2011 ascendió a 11.502, un 4,2% más que en el ejercicio anterior. Sin embargo, a la hora de interpretar estos datos, debe tenerse en cuenta que el nuevo régimen de comunicación de posiciones cortas aprobado por el Comité Ejecutivo el 27 de mayo de 2010 suprimió la obligación de registrar información relevante por este concepto (en 2010 se habían acumulado un total de 209 comunicaciones de este tipo). Descontando este efecto, una comparación de los dos últimos ejercicios en términos homogéneos arrojaría un crecimiento del 6,3% en el número de hechos relevantes comunicados en 2011 con respecto al año anterior.

En el cuadro 10.6 se ofrece un desglose de los hechos relevantes clasificados según su tipología. La distribución por grandes epígrafes permaneció estable en el año 2011. En particular, las comunicaciones relativas a «instrumentos financieros» fueron las más numerosas, con un 64% de los hechos relevantes registrados. Las agrupadas en el capítulo de «negocio y situación financiera» representaron un 19%, las de «gobierno corporativo y convocatorias oficiales», un 12%, y las correspondientes a «operaciones corporativas» un 5%. Por su parte, desatacó especialmente el incremento en el apartado «instrumentos financieros», un 10% superior respecto al ejercicio anterior, y la disminución de «operaciones corporativas», un 14% por debajo del número registrado en 2010.

### Hechos relevantes recibidos en la CNMV

CUADRO 10.7

	2010	2011	% var.11/10
<b>Instrumentos financieros</b>			
Aumentos y reducciones del capital social	181	180	-0,6
Ofertas públicas de suscripción y venta	146	145	-0,7
Información sobre dividendos	170	192	12,9
Comunicación de posiciones cortas	209		
Suspensiones y levantamientos de negociación	60	76	26,7
Calificaciones crediticias	111	234	110,8
Fondos de titulización	4.880	5.514	13,0
Otros	983	1.043	6,1
<b>Negocio y situación financiera</b>			
Información financiera intermedia	849	821	-3,3
Situaciones concursales	26	31	19,2
Otros	1.358	1.268	-6,6
<b>Operaciones corporativas</b>			
Transformaciones, fusiones, escisiones y disoluciones	86	58	-32,6
Acuerdos estratégicos con terceros	244	127	-48,0
Transmisiones y adquisiciones de participaciones societarias	205	174	-15,1
Otros	165	242	46,7
<b>Gobierno corporativo y convocatorias oficiales</b>			
Convocatorias y acuerdos de juntas y asambleas generales	649	732	12,8
Composición del Consejo de administración	198	238	20,2
Informe Anual de Gobierno Corporativo	231	211	-8,7
Otros	282	216	-23,4
<b>Total</b>	<b>11.033</b>	<b>11.502</b>	<b>4,2</b>

Fuente: CNMV.

Atendiendo al tipo de hecho relevante, las variaciones más reseñables se produjeron dentro del epígrafe de «instrumentos financieros», con un crecimiento destacado de las comunicaciones sobre «calificaciones crediticias», que se duplicaron en 2011, y de las correspondientes a «suspensiones y levantamientos de negociación», que experimentaron un incremento del 26,7%. En el apartado de «negocio y situación financiera», resulta significativo el aumento del número de hechos relevantes sobre «situaciones concursales», un 19,2% más que en el ejercicio 2010. Por el contrario, dentro del capítulo de «operaciones corporativas» se registraron los mayores descensos, con caídas en el número de las comunicaciones de «acuerdos estratégicos con terceros» (-48%) y en «transformaciones, fusiones, escisiones y disoluciones» (-32,6%).

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



# 11 Supervisión de los mercados

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

En 2011 se registraron cerca de 91 millones de operaciones en los mercados y sistemas de compensación y liquidación bajo la supervisión de la CNMV, lo que supuso un aumento del 6,5% respecto a 2010. Como puede apreciarse en el cuadro 11.1, la mayor parte de estas operaciones se generaron en el mercado de renta variable, donde el número de operaciones continuó aumentando (un 13,2% respecto a 2010) a pesar del descenso en el importe total negociado (véase el apartado 4.1 del capítulo 3). En los mercados de productos derivados, el número de operaciones registró una caída del 14,7%, mientras que en el de renta fija aumentó un 4,9%. En el ámbito de la liquidación se produjo un aumento del 5,8% respecto al año anterior.

### Resumen de la actividad supervisora de mercados

CUADRO 11.1

	Renta variable		Renta fija		Derivados		Liquidación		Total	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Nº de operaciones (en miles)	40.466	45.801	642	674	6.020	5.132	36.949	39.107	85.180	90.714
Requerimientos	115	100	17	14	29	19	6	12	167	145
Informes de supervisión	12	16	1	5	15	7	0	1	28	29
Informes remitidos a otras direcciones u organismos	4	8	68	35	9	12	0	0	81	55
Informes periódicos	53	53	12	12	12	33	24	12	101	110

Fuente: CNMV.

Durante el pasado ejercicio se redujo el número de requerimientos remitidos por la CNMV en el ejercicio de su función supervisora en los mercados. Concretamente, el número de requerimientos enviados pasó de 167 en 2010 a 145 en 2011. La actividad de renta variable concentró la mayor parte de los mismos.

Como se describe posteriormente de forma más detallada, entre las labores de supervisión de la CNMV durante el ejercicio pasado se incluye el control del cumplimiento del acuerdo del Comité Ejecutivo de la CNMV, de 11 de agosto de 2011, en el que se estableció la prohibición temporal de la constitución o el aumento de posiciones cortas sobre 16 valores del sector financiero, en coordinación con otras autoridades supervisoras europeas. Además, el pasado año fue el primer ejercicio completo en el que se aplicó el acuerdo del Comité Ejecutivo, de 27 de mayo de 2010, sobre comunicación de posiciones cortas.

Asimismo, es importante destacar que la CNMV prestó nuevamente una atención especial al cumplimiento de la obligación de las ESI y de las entidades de crédito de comunicar tanto las operaciones sobre instrumentos financieros ejecutadas

(*transaction reporting*), prevista en el artículo 59 bis de la LMV, como las operaciones sospechosas, establecida en el artículo 83 quáter de la LMV. En el primer caso, la información suministrada resulta fundamental para asegurar un funcionamiento ordenado y transparente del mercado y facilitar la detección y, en su caso, la persecución de prácticas de abuso de mercado. En cuanto a las comunicaciones sobre operaciones sospechosas, se trata, asimismo, de un instrumento imprescindible en la prevención y persecución del blanqueo de dinero y, en general, de las conductas contrarias a la normativa.

En el resto del capítulo se resumen las actuaciones supervisoras más destacadas durante el ejercicio 2011 en los mercados secundarios de renta variable y renta fija, los mercados de productos derivados y los sistemas de compensación y liquidación.

### 11.1.1 Renta variable

#### Suspensiones de negociación por difusión de información

Como se aprecia en el cuadro 11.2, el número de suspensiones temporales de cotización y el de emisores suspendidos no varió de modo significativo en 2011, aunque se produjo un cierto aumento en ambos casos en relación con las cifras de 2010. Como en años anteriores, la necesidad de difundir información relevante fue el principal motivo de suspensión. En concreto, de las 48 suspensiones acordadas, 40 respondieron a este motivo. De hecho, destacó el notable aumento de este tipo de suspensiones en comparación con 2010, cuando se registraron 29 suspensiones por esta razón.

La mayoría de las suspensiones realizadas durante el ejercicio se produjo en el contexto de colocaciones aceleradas de paquetes accionariales, ventas de participaciones significativas, refinanciaciones, situaciones concursales, fusiones por absorción, ofertas públicas de adquisición y procesos de reestructuración del sistema financiero.

Las suspensiones afectaron a trece sectores, destacando en cuanto al número el sector bancario y de seguros, el inmobiliario y el de nuevas tecnologías.

La Generalitat de Catalunya, en el ejercicio de sus competencias, suspendió en tres ocasiones valores que cotizaban exclusivamente en la Bolsa de Barcelona.

#### Suspensiones temporales de cotización en bolsa

CUADRO 11.2

	2010	2011
Número de emisores suspendidos	27	29
Número de suspensiones	40	48
Por difusión de información relevante	29	40
Por finalización del plazo de aceptación de opa de exclusión	5	1
Otras	6	7

Fuente: CNMV.

La reciente propuesta de la Comisión Europea de modificación de la Directiva 2004/39/CE, relativa a los mercados de instrumentos financieros (Markets in Financial Instruments Directive o MiFID) y los reglamentos que la acompañarán (MiFIR<sup>1</sup> y EMIR<sup>2</sup>) incluyen importantes cambios en los regímenes de transparencia pre- y posnegociación.

En concreto, los artículos 29 y 44 de la MiFID exigen una serie de requisitos de transparencia prenegociación para los mercados regulados y los sistemas multi-laterales de negociación que obligan, entre otras cosas, a hacer públicos los precios de compra y venta, así como la profundidad de las posiciones de negociación para esos precios en los productos de renta variable. En este ámbito, lo más destacable de la propuesta de la Comisión Europea es la ampliación de las obligaciones de la transparencia prenegociación a productos para los que previamente no existía dicha obligación, como son la renta fija, los productos financieros estructurados, los derivados y los derechos de emisión. De esta forma, y como consecuencia de la competencia entre plataformas y de la exigencia de requisitos homogéneos para actividades similares, se exigirá que las obligaciones de transparencia en prenegociación sean análogas para los distintos tipos de plataformas de negociación cuando negocie el mismo instrumento financiero.

En todo caso, hay que recordar que tanto la MiFID actualmente en vigor como el Reglamento 1287/2006<sup>3</sup> permiten ciertas exenciones a dichas obligaciones en función del modelo de mercado, del tipo de orden o del volumen de las operaciones. La propuesta de reforma de la Comisión contempla también exenciones en los productos de renta fija, los productos financieros estructurados y los derivados, así como en las operaciones de renta variable de gran volumen en relación con la negociación habitual en el mercado.

La propuesta presentada por la Comisión Europea contempla igualmente importantes cambios en materia de transparencia en posnegociación. Así, en las operaciones de renta variable se propone reducir los plazos de publicación de dicha información y todos los retrasos permitidos, hasta fijar el retraso máximo en un día. Por otro lado, se amplía el ámbito objetivo de la norma a productos para los que previamente no existía dicha obligación, como los productos de renta fija, los productos financieros estructurados y los derivados. La calibración de estos requisitos se llevará a cabo en un momento posterior, con el objeto de analizar en detalle las especiales características de cada uno de estos productos.

- 
- 1 Propuesta de Reglamento del Parlamento y del Consejo relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento [EMIR] relativo a los derivados OTC, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.
  - 2 Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre estándares técnicos del Reglamento de derivados OTC, entidades de contrapartida central y almacenes de información de operaciones (EMIR).
  - 3 Reglamento (CE) No 1287/2006 de la Comisión de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

En materia de transparencia posnegociación, la Comisión Europea también propone la introducción de ciertas medidas relativas a la mejora de la calidad, consistencia e integración de la información relevante. En concreto, la propuesta de la Comisión requiere que todas aquellas entidades que ejecuten transacciones estén obligadas a publicar y cumplir con los requisitos de posttransparencia a través de una nueva figura que se denomina APA (*approved publication arrangement*). También se propone la creación de un sistema de registro consolidado de información sobre transacciones ejecutadas, independientemente de dónde hayan sido negociadas (*consolidated tape*).

La CNMV presta asesoramiento a la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera en la discusión en el seno del Consejo Europeo de la propuesta de la Comisión.

### Colocaciones aceleradas de grandes paquetes de acciones

La CNMV desarrolla en este ámbito una actividad orientada a evitar las distorsiones que este tipo de operaciones podrían ocasionar sobre las condiciones de negociación en un mercado abierto. En particular, la CNMV fomenta una adecuada difusión de la información relevante relativa al inicio y los resultados de la colocación, incluido su volumen, el precio, el importe total y, en su caso, el volumen adquirido por los colocadores, salvo compromiso de aseguramiento o adquisición plena del paquete con anterioridad al comienzo de la colocación.

Para ello, la CNMV mantiene una comunicación fluida con el interlocutor designado para proporcionar información puntual sobre la operación, en el marco de los criterios aprobados por su Consejo el 19 de diciembre de 2007. Los intermediarios financieros que ejecuten estas operaciones están obligados a remitir a la CNMV la información de las condiciones relevantes de la operación antes de iniciarse la fase de prospección y a advertir a los inversores contactados de la prohibición de operar con base en información relativa a la operación, dado su carácter privilegiado. Asimismo, tienen la obligación de difundir la oferta en el mercado cerrado, salvo circunstancias excepcionales, al objeto de evitar eventuales suspensiones temporales de negociación, y han de cumplir otras condiciones relativas a la difusión de información relevante.

Durante el año 2011 el número de colocaciones aceleradas de grandes paquetes accionariales fue de nueve, al igual que en 2010. Los porcentajes del capital afectados por las mismas oscilaron entre el 0,7% y el 10% y tuvieron un descuento sobre la cotización de entre el 0,8% y el 8,9%. Seis de estas colocaciones motivaron, además, una suspensión temporal de la negociación antes del comienzo de la sesión.

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

El análisis de la operativa de provisión de liquidez al mercado con acciones propias y su incidencia en la formación del precio es objeto de seguimiento por parte de la CNMV. La figura del contrato de liquidez para la gestión de la autocartera, regulada en la Circular 3/2007, de 19 de diciembre, se considera una práctica de mercado

aceptada con el fin de proveer de liquidez al mercado. Actualmente, un total de 13 entidades mantienen contratos ajustados a la citada circular.

La CNMV también llevó a cabo durante 2011 un seguimiento de los programas de recompra de acciones realizados por los emisores al amparo del Reglamento 2273/2003/CE y de la combinación de programas de recompra con un contrato de liquidez<sup>4</sup>, ajustados ambos al Reglamento y a la citada circular, respectivamente, cuya combinación es posible y exige que los límites de ambos se traten de manera conjunta. Asimismo, se analizó el comportamiento de los emisores que llevan a cabo una gestión activa de autocartera, no ajustada a la Circular 3/2007, y su incidencia en la negociación y en los precios.

El cumplimiento de las obligaciones y límites establecidos en la Circular y el Reglamento 2273/2003 por las sociedades y los intermediarios financieros que utilizan este tipo de contratos fue, en líneas generales, satisfactorio.

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

Como en años anteriores, la CNMV analizó los cambios de valores llevados a cabo en las revisiones de la composición del índice Ibex 35. Este examen es necesario por las repercusiones que la inclusión o exclusión del índice tienen para las empresas cotizadas. Mediante estos análisis se pretende determinar si el cambio en la composición del índice se produce de forma adecuada a las normas técnicas que lo regulan y si se genera alguna distorsión de la negociación en el mercado que persiga el mantenimiento o la entrada de algún valor en el índice.

En 2011 pasaron a integrarse en el Ibex 35 las sociedades Amadeus, IAG, Caixabank y Bankia, causando baja Banesto, Iberia, Critería e Iberdrola Renovables. Asimismo, el Comité Técnico del Ibex 35 acordó la entrada de DÍA, con efectos de 2 de enero de 2012, fijando de forma temporal la composición del índice en 36 valores.

### Operativa en posiciones cortas

Como se ha indicado, en 2011 se mantuvo vigente el acuerdo del Comité Ejecutivo de la CNMV sobre comunicación de posiciones cortas, aprobado el 27 de mayo de 2010. Este acuerdo establece la obligación de comunicar a la CNMV todas las posiciones cortas individuales iguales o superiores al 0,2% del capital y publicar en la página web de la CNMV todas las notificaciones recibidas, incluida la identidad del comunicante, que sean iguales o superiores al 0,5% del capital del emisor admitido a negociación. El acuerdo también establece la variación mínima a comunicar en el 0,1% del capital y la obligación de publicar la agregación de las posiciones cortas comunicadas y no publicadas (aquellas entre el 0,2% y el 0,5%) con una periodicidad, al menos, quincenal.

Durante el pasado ejercicio se recibieron 2.008 comunicaciones de posiciones cortas. En total, 152 declarantes enviaron comunicaciones desde la entrada en vigor del

---

4 Reglamento (CE) 2273/2003 de la Comisión Europea, de 22 de diciembre de 2003, por el que se aplica la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros.

acuerdo, en su gran mayoría *hedge funds* norteamericanos y británicos. La participación de entidades españolas es residual, siendo solo dos las que en alguna ocasión han remitido comunicaciones.

En 2011, las posiciones cortas comunicadas afectaron a un total de 61 emisores. Su importe resultó equivalente, en promedio diario, al 1,64% de la capitalización de dichos valores y al 0,39% de la capitalización total de los valores incluidos en el IGBM.

Como se analiza en detalle en el capítulo 2, la elevada volatilidad que afectó a los mercados durante los meses de julio y agosto, especialmente acusada en los valores del sector financiero europeo, motivó la actuación coordinada de varios reguladores europeos con el fin de mantener el ordenado funcionamiento de los mercados para preservar su estabilidad. Bajo la coordinación de ESMA, los reguladores francés, belga, italiano y la CNMV acordaron el 11 de agosto de 2011 prohibir, de forma temporal, la constitución o el aumento de posiciones cortas sobre valores cotizados del sector financiero. En España la prohibición temporal afectó a 16 valores financieros<sup>5</sup>, durante un periodo inicial de 15 días. El acuerdo de prohibición fue prorrogado en dos ocasiones, el 25 de agosto y el 30 de septiembre de 2011.

Todas las jurisdicciones mencionadas mantuvieron vigente la prohibición durante 2011 y la levantaron a lo largo del mes de febrero. En particular, la CNMV lo hizo el 15 de febrero, con efectos de 16 de febrero.

Por último, cabe señalar que el 15 de noviembre de 2011 el Parlamento Europeo aprobó el texto final del Reglamento de ventas en corto y determinados aspectos sobre los *credit default swaps* (CDS) que, sujeto a su aprobación formal por parte del Consejo, entrará en vigor el 1 de noviembre de 2012.

### Exclusiones de negociación

En 2011 se inició el procedimiento de exclusión de dos sociedades de las bolsas de valores españolas, de conformidad con el artículo 34.1 de la LMV. De acuerdo con este artículo, la CNMV puede acordar la exclusión de negociación de aquellos instrumentos financieros que no alcancen los requisitos de contratación bursátil y de aquellos otros cuyo emisor no cumpla las obligaciones que le incumban, en especial, en materia de remisión y publicación de información.

Los procedimientos de exclusión iniciados por la CNMV tienen como objetivo la protección de los intereses de los accionistas minoritarios y la defensa de la integridad y la transparencia del mercado. Como parte del procedimiento se abre un plazo para que las personas titulares de derechos o intereses legítimos que puedan resultar afectadas por la resolución formulen las alegaciones que estimen pertinentes.

Para dotar al procedimiento de la máxima transparencia, el inicio del referido plazo fue publicado en los boletines de las cuatro bolsas de valores españolas, en el Boletín Oficial del Estado y en el apartado de hechos relevantes de la página web de la CNMV.

---

5 El acuerdo de prohibición se acompañó de un documento de preguntas frecuentes y respuestas, que contenía los criterios a tener en cuenta en operativas habituales en el mercado. La CNMV colaboró con la industria financiera y sus asesores en la interpretación de la prohibición y de los criterios en supuestos de hecho concretos.

La Directiva 2004/39/CE (MiFID), que entró en vigor en 2007, supuso un impulso para la competencia entre diferentes formas de ejecución de las operaciones con instrumentos financieros. La MiFID eliminó la obligación de dirigir la liquidez hacia una única plataforma que concentrase todas las transacciones sobre un determinado valor, abriendo de este modo la posibilidad de que distintas plataformas compitiesen entre sí. Sin embargo, cinco años después de su entrada en vigor se han detectado ciertas dificultades respecto a la categorización de las plataformas existentes, que, ahora, con la reforma propuesta por la Comisión Europea, se tratan de solucionar.

Una de las áreas más reseñables sobre las que incide la Comisión es la de la negociación *over the counter* (OTC) de derivados. Este tipo de actividad se ha llevado a cabo, en parte, a través de negociación individual o de sistemas de case de órdenes (*crossing networks*) no regulados. La propuesta de modificación de la MiFID introduciría un nuevo tipo de plataforma, los denominados «sistemas organizados de negociación» (OTF, por sus siglas en inglés), que regularía los anteriores sistemas manteniendo los requisitos principales que se exigen a otros sistemas de negociación. De ese modo, la operativa en derivados ya no se produciría fuera de los ámbitos regulados, salvo para aquellos que, por no tener una suficiente estandarización, no sea posible la creación de un mercado como tal.

Además, la Comisión pretende igualar las obligaciones a las que están sujetas las diferentes categorías de plataformas de negociación existentes, imponiendo normas organizativas y de vigilancia equivalentes para las que lleven a cabo la misma actividad, así como similares requisitos de transparencia, según lo descrito en el recuadro 11.1.

La propuesta también tiene en cuenta los avances tecnológicos que están experimentando los mercados financieros. Así, se introducen nuevos apartados para recoger aspectos como la negociación algorítmica y la negociación de alta frecuencia (*high frequency trading*), los diferentes conceptos y requisitos de los accesos directos al mercado (*direct market access*), las tarifas aplicadas por las plataformas o que el acceso físico al mercado (*co-location*) no afecte a su equidad. También se contempla la implantación obligatoria de mecanismos de interrupción de la negociación ante fuertes cambios de los precios e, incluso, limitaciones relativas al número de órdenes introducidas.

Finalmente, la propuesta refuerza la normativa relativa a las infraestructuras de posnegociación. Así, la Comisión reconoce la necesidad de que la regulación garantice un acceso a la compensación y liquidación, y a los precios asociados a la misma, que no resulte discriminatoria ni imponga una integración vertical innecesaria, para así favorecer una mayor competencia en estos servicios.

Como se ha indicado, la CNMV está prestando asesoramiento a la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera en relación con el actual proceso de discusión en el seno del Consejo Europeo de la propuesta de la Comisión Europea.

### 11.1.2 Renta fija

En 2011, las entidades financieras continuaron con las operaciones de recompra y canje de participaciones preferentes y deuda subordinada<sup>6</sup>. Como las iniciadas en años anteriores, las recompras dirigidas a inversores institucionales siguieron realizándose con primas sobre los precios de cotización, pero con importantes descuentos respecto a los de emisión. En cuanto a las destinadas a inversores minoristas, las entidades optaron, a partir del segundo semestre del año, por el canje de estos títulos por acciones o por deuda necesariamente convertible en acciones, valorando los títulos a canjear por el nominal o a precios muy cercanos al mismo.

Durante 2011, la CNMV realizó un especial seguimiento de las operaciones sobre deuda subordinada y participaciones preferentes emitidas por entidades que, debido a su situación financiera, se vieron obligadas a anunciar el impago de los correspondientes cupones.

Respecto al mercado bursátil de renta fija, durante el año se incorporaron cuatro emisiones de deuda necesariamente convertibles y una de obligaciones convertibles al Mercado Electrónico de Renta Fija (MERF) de la Bolsa de Madrid, por un valor nominal de 2.182 millones de euros. Estas admisiones supusieron un incremento del 225% en el nominal admitido a negociación en este mercado respecto al año anterior. La CNMV prestó especial atención a la correcta actuación de los proveedores de liquidez de estas emisiones dirigidas a inversores minoristas, impulsando la mejora de la información que el mercado ofrecía sobre esta actividad.

En relación con el Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND), se apreció un cierto avance de la actividad desde su entrada en funcionamiento en mayo de 2010. Así, a lo largo de 2011, se incorporaron 17 emisiones y nueve entidades participantes, terminando el año con 70 emisiones admitidas y 23 participantes. El número de operaciones pasó de 112 en 2010 a 438 en 2011 y el volumen contratado de 3,6 a 9,8 millones de euros. La CNMV supervisó el cumplimiento de los contratos de liquidez de las emisiones cotizadas en SEND, que en 2011 se incrementaron en diez, realizando una vigilancia sobre las órdenes de compra y venta introducidas en dicha plataforma electrónica por parte de las entidades proveedoras de liquidez.

Durante el pasado ejercicio destacaron, además, la intensificación de las actuaciones de la CNMV respecto a incidencias en la liquidación de operaciones de AIAF y Mercado de Deuda Pública, al detectarse un fuerte incremento (58,2%) de los descubiertos en el proceso de liquidación. En todo caso, hay que tener en cuenta que los descubiertos solo representaron un 0,2% del total liquidado en estos mercados.

---

6 Véase el recuadro «Los procesos de canje de preferentes», en el informe «Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas», correspondiente al *Boletín* de la CNMV del primer trimestre de 2012.

### 11.1.3 Productos derivados

#### MEFF

Las tareas de supervisión de MEFF estuvieron marcadas por los cambios en la operativa introducidos en el nuevo Reglamento del Mercado Secundario Oficial de Futuros y Opciones<sup>7</sup> y la reducción del volumen negociado.

Tras el cambio del sistema de registro a uno estructurado en dos escalones, se supervisó especialmente la evolución de la posición abierta y, en las semanas de vencimiento (tercer viernes de cada mes), el traspaso a posteriores vencimientos que realizan las cuentas con posición abierta relevante (*roll-over*).

Además, la CNMV llevó a cabo en 2011 su habitual labor supervisora del correcto funcionamiento del mercado ante incidencias en la negociación tanto de origen técnico como por operaciones correspondientes a errores evidentes. Otra labor de vigilancia a destacar fue el seguimiento de la negociación puntual de derivados con liquidez reducida y del registro de aplicaciones de volumen elevado en futuros sobre acciones coincidiendo con cierres trimestrales.

Por otra parte, con el inicio de la actividad de contrapartida para contratos derivados sobre energía, se realizó el seguimiento de este nuevo segmento.

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

En 2011 siguió analizándose la operativa mediante aplicaciones, que había dado lugar a un notable incremento de la negociación durante 2010. Además, se efectuó un especial seguimiento de las posiciones abiertas en las sesiones previas al vencimiento de los contratos y las operaciones casadas a partir de las órdenes introducidas mediante las nuevas modalidades de «todo o nada con vigencia» y «combinadas por diferencia de precios con vigencia» (véase el apartado 5.1 del capítulo 6).

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

La actividad supervisora en el segmento de *warrants* prestó especial atención a la operativa intradía en derivados acompañada de operaciones en el mercado de contado, centrandó el análisis en subyacentes poco líquidos. Asimismo, se examinó la operativa en torno a la publicación de información relevante, con el fin de buscar posibles indicios de uso de información privilegiada y operaciones sin una lógica de mercado aparente, por ejemplo, aquellas que generan una pérdida recurrente para un mismo titular.

Por último, y como también resulta habitual, se realizó el seguimiento del cumplimiento de sus obligaciones por parte de los especialistas de este segmento.

---

7 Publicado en el BOE del 5 de enero de 2011, por Resolución de 21 de diciembre de 2010, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Entró en vigor el 24 de enero de 2011. El apartado 6.2.1 del Informe Anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación correspondiente a 2010 ofrece un resumen de las principales novedades contenidas en la reforma del Reglamento.

## MEFFClear

Debido al fuerte aumento de actividad en MEFFClear durante el año (véase el apartado 2 del capítulo 5), se realizó un seguimiento continuo de la evolución del volumen registrado en la cámara, del plazo de las operaciones y de las entidades que tuvieron más actividad prestamista y, especialmente, prestataria.

También se supervisaron los niveles de riesgo y garantías, especialmente en los casos en los que la cámara requirió garantías extraordinarias por situaciones especiales de mercado, como las derivadas de la caída del precio de la deuda pública española.

Además, se realizó una supervisión específica del registro de operaciones dobles que, por ser idénticas, pero de sentido contrario, no tenían una aparente lógica económica.

### 11.1.4 Compensación, liquidación y registro

La supervisión de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, conocida comercialmente como Iberclear, corresponde a la CNMV, mientras que la de las centrales depositarias de valores de Barcelona, Bilbao y Valencia recae en los respectivos Gobiernos autonómicos.

Durante el pasado ejercicio, el número de operaciones liquidadas por Iberclear creció un 8%, pero su importe se redujo un 11%. Como se indica en el apartado 1.2 del capítulo 6, la importancia relativa de las ventas vencidas en la liquidación continuó siendo reducida, poniendo de manifiesto una elevada eficiencia del sistema. La CNMV continuó realizando un seguimiento de los retrasos en la liquidación de cada participante, incluyendo el grado de utilización de los ciclos diarios de liquidación.

La detección de ventas en corto descubiertas continuó siendo objeto de especial atención, tanto las producidas por la entrega de valores procedentes de préstamos registrados en la misma fecha de la venta o en fecha posterior, como las generadas en el contexto de la operativa intradía. Asimismo, tras la prohibición de constituir o incrementar posiciones en corto sobre valores del sector financiero, cubiertas o descubiertas, adoptada en agosto, se analizó detalladamente la liquidación de los valores afectados con el fin de detectar posibles incumplimientos. Las incidencias registradas fueron de origen técnico, no pudiendo considerarse significativas.

### 11.1.5 Comunicación de operaciones a la CNMV

Como se ha indicado, en 2011 la CNMV intensificó el control sobre el cumplimiento de la obligación establecida en el artículo 59 bis de la LMV, referente a la comunicación de operaciones ejecutadas sobre instrumentos financieros por parte de las ESI y las entidades de crédito a la CNMV (*transaction reporting*), en lo que respecta tanto al contenido como al plazo. La supervisión abarca el control de los diferentes canales de comunicación que se utilizan (directo, por las diferentes rectoras de los mercados en las que se ejecutan operaciones, por un tercero delegado o por el sistema de información autorizado, solamente uno en la actualidad), así como a las entidades que son activas en el mercado de valores.

En 2011 se recibieron más de 94 millones de registros procedentes de más de 150 entidades obligadas. Las autoridades del mercado de valores extranjeras transmitie-

ron a la CNMV más de 79 millones de registros, mientras que esta remitió cerca de 22 millones de registros a otras autoridades. Estas cifras son similares a las de 2010.

En relación con esta actividad, la CNMV envió 42 requerimientos individuales de información a lo largo del ejercicio, además de realizar dos envíos masivos de cartas a 168 y 126 entidades, respectivamente, solicitando, en el primer caso, la confirmación de un único código de identificación de la entidad a estos efectos y la persona responsable del cumplimiento de esta obligación y, en el segundo caso, la confirmación de la no ejecución de operaciones sujetas a la obligación del artículo 59 bis. Los requerimientos individuales de información se refirieron indistintamente a la falta del cumplimiento de esta obligación en algún instrumento concreto o globalmente y a incorrecciones en el contenido de las comunicaciones, que han sido o deben ser subsanados próximamente.

### 11.1.6 Comunicación de operaciones sospechosas

La comunicación a la CNMV de operaciones sospechosas por parte de las ESI y las entidades de crédito es una obligación establecida en el artículo 83 quáter de la LMV. En 2011 se recibieron 135 comunicaciones de este tipo, lo que supone un aumento del 28% respecto a 2010. También aumentó el número de entidades comunicantes. En todo caso, el número de comunicaciones recibidas por la CNMV es bajo en comparación con otros países de nuestro entorno europeo.

En su gran mayoría, las comunicaciones del pasado ejercicio se refirieron al uso de información privilegiada (el 81% del total), casi siempre alrededor de la publicación de hechos relevantes referentes a grandes operaciones corporativas. Cabe señalar que en 2011 el número de comunicaciones sospechosas sobre instrumentos españoles recibidas de otros reguladores, el 7% del total, fue similar al de las comunicaciones enviadas por la CNMV a otros reguladores, por tratarse de instrumentos extranjeros cuya competencia no concierne al supervisor español.

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

### Ofertas voluntarias, obligatorias y precio equitativo

La calificación de una opa como voluntaria u obligatoria tiene importantes consecuencias normativas. Así, solo en el primer caso puede fijarse una contraprestación mediante permuta de valores sin que el oferente tenga la obligación de ofrecer un precio alternativo en efectivo y sin que su efectividad se supedita al cumplimiento de determinadas condiciones no admisibles en una obligatoria.

En 2011 se tramitó una opa de carácter voluntario, la oferta de Ipic sobre Cepsa (véase el apartado 5 del capítulo 3 y el anexo I.9 para un mayor detalle sobre las opas autorizadas y sus características). A pesar de ser voluntaria, la estructura concreta de la operación exigía la justificación de la contraprestación ofrecida. La razón estribaba en que el oferente solicitó y obtuvo en 2009 una dispensa de la obligación de formular opa, al amparo del artículo 4.2 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, al existir otro accionista con una participación igual o superior. Sin embargo, el hecho de que la oferta de Ipic fuera aceptada por el accionista que tenía esa participación superior suponía que, al finalizar la misma, dejaba de cumplirse la condición bajo la que se

concedió la dispensa. En todo caso, no fue necesaria otra oferta obligatoria posterior porque el oferente aportó un informe de valoración en el que quedó acreditado que el precio de la oferta voluntaria cumplía las reglas de precio equitativo y era superior al que resultaba de la valoración.

En cuanto a las otras dos operaciones tramitadas durante el ejercicio, las ofertas sobre Befesa y Rústicas, también fue necesario justificar los precios ofrecidos mediante los respectivos informes de valoración, al tratarse de opas de exclusión. En la opa de exclusión de Befesa, el oferente ajustó el precio fijado inicialmente, descontando el importe de un dividendo extraordinario, acordado por la Junta de accionistas simultáneamente a la exclusión y abonado por la sociedad antes de que finalizara la oferta. En cambio, en la opa sobre Cepsa, se repartió un dividendo antes de la liquidación de la oferta y no se ajustó el precio porque el oferente ya lo había fijado asumiendo que antes de la liquidación de la oferta se abonaría dicho dividendo.

### Compraventas forzosas

Las opas sobre Cepsa y Befesa permitieron la realización de operaciones de compraventa forzosa, al cumplirse las condiciones establecidas en el artículo 47 del Real Decreto 1066/2007. En el primer caso se dio la particularidad de que la aceptación de la oferta por parte de su principal accionista suponía el cumplimiento de tales condiciones, porque representaba más del 90% de los valores comprendidos en la oferta y, junto con la participación que ya tenía el oferente, más del 90% del capital y los derechos de voto de Cepsa. Esta circunstancia aconsejó la incorporación de una advertencia en el folleto de la opa, mediante la que se recordaba a sus destinatarios que la operación de venta forzosa estaba libre de gastos para el accionista obligado a vender, mientras que la aceptación de la oferta podía conllevar gastos. Las acciones de Cepsa quedaron excluidas de cotización una vez liquidada la operación de venta forzosa.

En la opa de exclusión sobre Befesa también se cumplieron las condiciones para la compraventa forzosa porque su aceptación superó el 90% de los valores afectados por la oferta y, aunque se trataba de una opa de exclusión, era factible el cumplimiento de la otra condición, es decir, que el oferente alcanzara más del 90% del capital y los derechos de voto de Befesa en la medida que la opa no había sido formulada por la propia sociedad emisora de los valores a excluir, como en otras ocasiones. En este caso, se adaptaron los procedimientos de exclusión derivados de la propia opa de exclusión y de la operación de venta forzosa, posponiéndose la exclusión efectiva de los valores hasta la liquidación de la operación de venta forzosa.

### Exención de la obligación de formular opa

La CNMV autorizó, por primera vez desde la entrada en vigor del Real Decreto 1066/2007, una exención de opa obligatoria prevista en el artículo 8.d de esta norma, para el caso de sociedades cotizadas cuya viabilidad financiera esté en peligro grave e inminente. La misma fue solicitada por el Banco Santander, S.A. como consecuencia del incremento de su participación en Metrovacesa, S.A. hasta un 30% o más de los derechos de voto, que podía derivarse de la ejecución de un aumento de capital de esta última, a suscribir mediante compensación de créditos del grupo Santander y otras entidades financieras. En el expediente de exención, publicado mediante hechos relevantes a través de la página web de la CNMV, se justificó que la viabili-

dad financiera de Metrovacesa estaba en situación de peligro grave e inminente y que la operación estaba concebida para garantizar la recuperación financiera a largo plazo de la sociedad, incluyéndose un informe en ese sentido, elaborado por un experto independiente. Una vez finalizada la ampliación de capital, los derechos de voto en Metrovacesa atribuibles bajo la regulación de opas al grupo Santander alcanzaron el 34,9% del total.

Hubo otra exención de opa en 2011 que no requirió solicitud previa y, por tanto, autorización por parte de la CNMV. Se trató de la obtención de un porcentaje del 38,4% de los derechos de voto de Banco de Valencia, S.A. por parte de Banco Financiero y de Ahorros, S.A. (BFA), como consecuencia de la integración de Caja Madrid, Bancaja y otras cajas de ahorros que cedieron a BFA los derechos políticos de algunas de sus participadas, entre las que se encontraba Banco de Valencia. La entrada en vigor de la Disposición Adicional Primera del Real Decreto Ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero, exceptúa de formular opa a las tomas de control de sociedades cotizadas derivadas de acuerdos de reestructuración e integración de entidades de crédito, cuando dichas actuaciones se realicen con el apoyo financiero del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria o del Fondo de Garantía de Depósitos. Este era el caso de BFA, por lo que quedó exceptuado de realizar una opa sobre Banco de Valencia.

### 11.3 La Unidad de Vigilancia de los Mercados

La Unidad de Vigilancia de los Mercados (UVM) es una unidad de investigación cuyo objetivo es detectar posibles prácticas contrarias a la integridad del mercado. Así, la UVM investiga el posible uso de información privilegiada y la realización de prácticas de manipulación del mercado. La UVM también verifica el cumplimiento de las obligaciones de salvaguarda de la información privilegiada por parte de los emisores de valores, las entidades que prestan servicios de inversión o de asesoramiento de inversión y, en general, de cualquiera que posea este tipo de información. Por último, la UVM comprueba en sus investigaciones el cumplimiento de la obligación de comunicar operaciones sospechosas por parte de los intermediarios financieros que actúan en los mercados de valores. En el ejercicio de su labor, la UVM solicita de forma recurrente la colaboración de las autoridades supervisoras de otros países, al amparo de los acuerdos en vigor de cooperación e intercambio de información.

Una vez finalizadas las investigaciones de la UVM, compete al Comité Ejecutivo de la CNMV decidir sobre la realización de actuaciones posteriores y, en particular, sobre la apertura de expedientes sancionadores. Concretamente, en el año 2011 se procedió a la apertura de los cuatro expedientes sancionadores siguientes:

- A un emisor de valores que, durante la fase de estudio y posterior negociación de una operación de venta de un activo estratégico, no confeccionó el registro documental con la identificación de todas las personas que tuvieron acceso a la información privilegiada, tanto de la propia compañía como de los asesores intervinientes en esa operación. En la investigación de esta situación se puso de manifiesto que personas que deberían haber estado incluidas en ese registro documental realizaron operaciones en acciones del emisor durante la negociación de la operación de venta.
- Al secretario del Consejo de administración de un emisor de valores, por uso de información privilegiada al realizar operaciones en acciones de la sociedad

durante la fase de negociación de una operación financiera, cuyas principales características habían sido tratadas en el seno del Consejo de administración.

- Al presidente y principal accionista de un emisor de valores, a uno de sus consejeros y a una sociedad controlada por el primero, por la realización de prácticas de manipulación de mercado en acciones del emisor. Estas prácticas consistieron en la realización de operaciones a nombre de la sociedad, acaparando la negociación del valor, especialmente en los periodos de subasta de cierre, falseando la libre formación de los precios al generar una tendencia al alza de las cotizaciones que bruscamente se invertía cuando cesaban las prácticas realizadas.
- A una persona física, representante de una persona jurídica nombrada vocal del Consejo de administración de un emisor, por la realización de prácticas de manipulación del mercado en acciones de ese emisor. Estas prácticas consistieron en la ejecución de operaciones de compraventa de acciones durante las subastas de cierre de determinadas sesiones por volúmenes significativos, a nombre de dos personas jurídicas, sin que se produjese una verdadera transferencia de la titularidad de las acciones puesto que comprador y vendedor eran la misma persona jurídica, falseando así la libre formación de los precios. Teniendo en cuenta las características de las órdenes realizadas por esta persona física y las ejecuciones finalmente efectuadas en el mercado, también se inició expediente sancionador a la empresa de servicios de inversión que canalizó la operativa descrita, por no realizar una comunicación de operaciones sospechosas a la CNMV.

Por último, la UVM colaboró durante 2011 con las autoridades judiciales mediante la remisión de diversos informes y la realización de declaraciones en los procesos iniciados en años anteriores como consecuencia del traslado al Ministerio Fiscal de las investigaciones realizadas sobre uso de información privilegiada y manipulación de mercado.

## 12 Supervisión de entidades

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

Durante 2011, la actividad supervisora de la CNMV respecto a las entidades que prestan servicios de inversión dedicó una especial atención al tratamiento de los saldos acreedores de clientes y al cumplimiento de los requisitos de solvencia por parte de las empresas de servicios de inversión, así como a la información suministrada a los clientes minoristas tanto por estas entidades como por las entidades de crédito.

Como resultado de las actuaciones de supervisión, la CNMV remitió durante el ejercicio un total de 968 requerimientos a las entidades supervisadas, un 8,8% menos que en 2010, de los cuales 663 tuvieron su origen en la supervisión a distancia basada, sobre todo, en la información remitida por las propias entidades. Como se puede observar en el cuadro 12.1, el principal motivo de los requerimientos remitidos fue la solicitud de información. Las entidades con mayor número de requerimientos fueron las entidades de crédito.

**Supervisión de ESI: requerimientos remitidos por la CNMV en 2011**

CUADRO 12.1

Tipo de requerimiento	Actuaciones		Total
	A distancia	In situ	
Por información fuera de plazo	166	n/a	166
Solicitud de información	457	248	705
Medidas correctoras o recomendaciones	30	42	72
Otras comunicaciones	10	15	25
<b>Total</b>	<b>663</b>	<b>305</b>	<b>968</b>

Fuente: CNMV.

#### 12.1.1 Normas de conducta

Dentro de los análisis realizados en 2011, los servicios de recepción, transmisión y ejecución de órdenes, asesoramiento financiero y gestión de carteras figuraron nuevamente entre las principales áreas de interés supervisor. En particular, la supervisión fue especialmente intensa en relación con los procedimientos de evaluación de los criterios de conveniencia e idoneidad. Igualmente, destacó la atención prestada al análisis sobre el correcto cumplimiento de las obligaciones de información respecto a los instrumentos financieros comercializados, especialmente respecto a instrumentos complejos comercializados masivamente entre clientes minoristas.

Otra área de atención preferente fue la referida a las prácticas de negociación de las entidades financieras en los mercados secundarios. En particular, como se indica en el recuadro 12.1, cabe resaltar el cumplimiento del compromiso asumido en el Plan de Actividades de la CMMV de 2011, que preveía el análisis de la operativa de case de operaciones entre clientes sobre instrumentos híbridos durante el ejercicio.

### Revisión horizontal de los mecanismos de case de productos híbridos entre clientes

RECUADRO 12.1

Durante el año 2011, de acuerdo con el Plan de Actividades correspondiente a ese ejercicio, la CNMV llevó a cabo una revisión de los mecanismos utilizados por las entidades para casar internamente órdenes de compra y venta de sus clientes en relación con productos híbridos (participaciones preferentes y deuda subordinada). Esta actuación se enmarcaba en una línea de refuerzo de las tareas de supervisión en este ámbito y de continuación de las iniciativas adoptadas por la CNMV en los últimos años respecto a la verificación de las emisiones de renta fija dirigidas a minoristas y al proceso de comercialización y negociación posterior.

Entre estas iniciativas, destaca, en primer lugar, la publicación en febrero de 2009 de una carta al sector haciendo públicos los criterios que se utilizarían para la verificación de emisiones de productos híbridos dirigidos a minoristas, con el fin de evitar que el conflicto de interés inherente en la colocación de emisiones propias supusiera condiciones de emisión desventajosas para los inversores. La principal novedad era la exigencia de informes de expertos independientes en ausencia de tramos de emisión dirigidos a inversores institucionales que certificaran que las condiciones de emisión eran equiparables a las que se podrían obtener en un mercado mayorista. Adicionalmente, en mayo de ese mismo año, la CNMV publicó un documento sobre buenas prácticas en la comercialización de instrumentos financieros que incluía pautas sobre la distinción entre asesoramiento y comercialización, la información a transmitir al cliente, los procedimientos internos, la documentación puesta a disposición de la red comercial y la relevancia del cumplimiento riguroso de la normativa vigente sobre la evaluación de la conveniencia. En junio de 2010, la CNMV publicó una nueva carta al sector sobre la actualización de los criterios para la verificación de emisiones destinadas a minoristas y sobre la negociación posterior. Entre otros aspectos, en este nuevo escrito se identificaba como mala práctica la existencia de mecanismos internos de case de operaciones entre clientes, salvo que gestionaran adecuadamente los conflictos de interés.

En ese contexto se enmarcó la revisión de la operativa de case de operaciones programada para 2011, cuyo objetivo era verificar el grado de seguimiento de las pautas establecidas por la CNMV. Esta actuación incluyó la revisión de los procedimientos de una muestra significativa de entidades, superior al 90% del sector, que dio lugar a la identificación de incidencias y debilidades en los procedimientos que venían siguiendo las entidades. Como resultado de la revisión, la CNMV consideró necesario enfatizar la necesidad de mantener adecuadamente informados a los clientes sobre el valor de sus inversiones, con objeto de mejorar la gestión de posibles conflictos de interés y contribuir a un

correcto funcionamiento del mercado secundario de estos instrumentos. En un contexto en que el valor real de los productos híbridos se había ido alejando de su valor nominal, se recordó a las entidades que se consideraba una mala práctica no informar a sus clientes del valor de mercado o, en su defecto, y en caso de desviación significativa, del valor razonable, tanto en el momento en que el cliente formule una orden de compraventa como en la información que la entidad le remita sobre los valores que esta mantenga por su cuenta.

Por otra parte, durante 2011 la CNMV llevó a cabo actuaciones de supervisión sobre los procedimientos utilizados por determinadas entidades en la comercialización de participaciones preferentes o en la gestión de órdenes de compraventa posteriores a la emisión. Estas actuaciones dieron lugar a cuatro propuestas de apertura de expediente sancionador, dos de ellas ya aprobadas en 2011, así como a la adopción de medidas compensatorias respecto a sus clientes por parte de la entidad en otros dos casos.

Durante el ejercicio pasado se recibieron, por primera vez, los estados reservados relativos a normas de conducta recogidos en la Circular 1/2010. Excepcionalmente, esta primera remesa recogió datos de actividad correspondientes únicamente al mes de diciembre de 2010<sup>1</sup>. El análisis de la información recibida ha permitido definir una serie de indicadores de actividad del sector de gran utilidad desde el punto de vista de la supervisión.

Las inspecciones realizadas a las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión durante el ejercicio 2011 permitieron detectar diversas incidencias de relevancia relacionadas con la comercialización de productos financieros, especialmente en el caso de instrumentos emitidos por la propia entidad comercializadora. En este ámbito, destacaron, entre otras, las siguientes incidencias:

- el mal planteamiento de los cuestionarios de conveniencia, como, por ejemplo, algunos casos en los que no se analizaba la formación académica de los clientes o que contenían deficiencias al analizar la experiencia inversora en instrumentos financieros de familias muy heterogéneas, así como otros que presentaban respuestas incoherentes entre sí;
- el planteamiento incorrecto del test de idoneidad en casos en los que, en ocasiones, no se analizaban los conocimientos o experiencia de los clientes;
- los errores en la clasificación de instrumentos financieros que, en ocasiones, se catalogaban como no complejos, cuando en realidad lo eran;
- la determinación incorrecta del contexto general en que se tramitaron algunas operaciones sobre instrumentos financieros, como, por ejemplo, en casos en los que, con carácter general, se asumía que todas las operaciones sobre instrumentos no complejos se realizaban por iniciativa del cliente y por tanto en el ámbito de «solo ejecución»;

---

1 En adelante los estados se reportarán anualmente y se referirán a la actividad de un año natural completo.

- las deficiencias en la información facilitada a los clientes respecto a las características de los instrumentos comercializados, de forma que no siempre se presentó una información equilibrada en la que se resaltasen los riesgos inherentes a dichos instrumentos o se facilitó una información suficiente sobre los incentivos percibidos por la entidad comercializadora;
- los conflictos de interés no resueltos en la comercialización de instrumentos financieros.

En los controles específicos sobre la actividad de gestión de carteras se apreció que alguna entidad había establecido límites para la definición de los perfiles de riesgo de las carteras que podrían permitir, en algún caso, la asunción de riesgos superiores al resultado obtenido mediante la evaluación de la idoneidad.

### 12.1.2 Requisitos organizativos

La CNMV revisó en 2011 los informes sobre protección de activos de clientes (en adelante, IPAC) correspondientes al ejercicio de 2010, que están regulados por la Circular 5/2009 y son elaborados por auditores externos de las empresas de servicios de inversión y demás entidades que presten servicios de custodia, administración de activos de clientes o gestión discrecional e individualizada de carteras. Durante el ejercicio pasado se recibieron 246 informes de este tipo, correspondientes a los diversos tipos de entidades que están sujetas a tal obligación, según el detalle que se expone en el cuadro 12.2

#### Informes sobre protección de activos de clientes (IPAC)

CUADRO 12.2

Tipo de entidad	2010		2009	
	Nº de entidades registradas	Nº de entidades no sujetas <sup>1</sup>	Nº de IPAC	Nº de IPAC
Entidades de crédito nacionales	189	33	156	167
Sociedades y agencia de valores	95	31	64	64
Sucursales de entidades de crédito extracomunitarias	8	6	2	2
Sociedades gestoras de cartera	6	1	5	9
Sociedades gestoras de IIC	123	104	19	28
<b>Total</b>	<b>421</b>	<b>175</b>	<b>246</b>	<b>270</b>

Fuente: CNMV. (1) Entidades que no realizan actividades sujetas a revisión de requisitos organizativos.

Además de analizar el tipo de opinión y las recomendaciones del auditor, se verificó la aplicación efectiva de las medidas comunicadas a la CNMV por las entidades para la subsanación de las salvedades y recomendaciones relevantes puestas de manifiesto por los auditores en los IPAC del ejercicio 2009. Asimismo, se comprobó con especial atención que en la elaboración de los IPAC los auditores hubieran tenido en cuenta las modificaciones a la Guía de actuación número 29 del Instituto de Censores Jurados de Cuentas de España, relativa a la realización del trabajo de campo en relación con el informe del auditor sobre protección de activos de clientes. Estas modificaciones fueron incorporadas mediante adenda de abril de 2011, a propuesta de la CNMV, para conseguir una reducción del trabajo del auditor y una mayor homogeneidad en la elaboración de los IPAC. Se constató, también, la conveniencia del trabajo realizado por el auditor en la emisión del IPAC mediante su valoración económica.

La formulación del IPAC supone una mejora de la aplicación de los procedimientos y controles por las entidades y una disminución del riesgo operacional. La revisión de los IPAC correspondientes al ejercicio 2010 no ha puesto de manifiesto incidencias relevantes que puedan suponer la existencia de desfases en los activos propiedad de los clientes.

También en materia de requisitos organizativos las actividades de supervisión hicieron especial hincapié en 2011 en la revisión de los informes de autoevaluación del capital y la solvencia. Se recibieron, en total, 94 informes de este tipo (las entidades pueden remitirlos en base individual o consolidada). En su revisión se prestó especial atención a los requisitos formales que deben cumplir estos informes y a la exactitud de las magnitudes referidas en los mismos. Respecto a las principales incidencias puestas de manifiesto en la revisión, entre las de carácter cuantitativo cabe destacar los errores en la cuantificación de recursos propios, tanto computables como exigibles, en la planificación de capital a medio plazo y en la estimación de exigencias de recursos propios por otros riesgos. Entre las incidencias de carácter cualitativo, las principales fueron la falta de detalle de los procedimientos y políticas para el control y la gestión de riesgos, así como en las funciones desarrolladas por los departamentos de auditoría interna relacionadas con la solvencia. A pesar de estas incidencias, los informes de autoevaluación analizados pueden considerarse adecuados, confirmando que el sector está ampliamente capitalizado, que el tamaño de las empresas de servicios de inversión es relativamente pequeño y que los riesgos a los que se encuentran expuestas están razonablemente acotados.

En cuanto a los informes de solvencia que las empresas de servicios de inversión deben publicar al menos una vez al año para cumplir con las exigencias de transparencia, se puede concluir que, en general, son adecuados. No obstante, se han puesto de manifiesto algunas incidencias, en su mayoría de carácter formal, que no se consideran relevantes.

### 12.1.3 Cambios normativos

En 2011, la CNMV publicó la Circular 7/2011, de 12 de diciembre, sobre el folleto informativo de tarifas y el contenido de los contratos tipo. En esta circular, que derogó las circulares 1/1996 y 2/2000, se regula el contenido de los folletos informativos de tarifas y su control por parte de la CNMV, así como el contenido general de los contratos tipo y los contenidos específicos que deben contemplarse en los contratos de gestión de carteras y custodia y administración de instrumentos financieros. Adicionalmente, esta circular modificó los estados reservados G11 y M4.I recogidos en la Circular 7/2005, relativos a las aportaciones al FOGAIN, y añadió el nuevo estado T16 a los ya previstos en la Circular 1/2010, al objeto de recabar información homogénea sobre las comisiones efectivamente percibidas.

En el ámbito comunitario, destacó la publicación por parte de la Comisión Europea de su propuesta de revisión de la Directiva MiFID, cuyas principales novedades en materia de prestación de servicios de inversión se resumen en el recuadro 12.2.

### Revisión de la MiFID: principales novedades en materia de protección del inversor y prestación de servicios de inversión

RECUADRO 12.2

La propuesta de modificación de la MiFID, presentada por la Comisión Europea el 20 de octubre de 2011 ante el Parlamento Europeo y el Consejo, contiene importantes novedades en relación con la prestación de servicios de inversión.

Así, en relación al ámbito de aplicación de la Directiva, la Comisión reconoce la necesidad de establecer un adecuado nivel de protección a los inversores respecto a los depósitos estructurados vendidos por las entidades de crédito o sobre los que estas provean asesoramiento, por lo que propone que la Directiva resulte plenamente aplicable para estos productos. También cabe destacar la reclasificación del servicio de administración y custodia de instrumentos financieros por cuenta de clientes, considerado hasta ahora como un servicio auxiliar, que pasaría a ser considerado un servicio de inversión.

Respecto a las normas de conducta, las modificaciones propuestas por la Comisión tienen como objetivo alcanzar un marco mejorado de protección a los inversores, a la luz de la experiencia acumulada desde la entrada en vigor de la MiFID. En este sentido destacan, entre otras, las siguientes novedades:

- (i) Se introduce una mayor claridad respecto a las condiciones en que puede prestarse el servicio conocido como «solo ejecución», que consiste, exclusivamente, en la ejecución y/o recepción y transmisión de órdenes, sin que resulte necesario evaluar la adecuación del servicio o del instrumento respecto al cliente. En particular, la Comisión propone evitar que, en conjunción con la prestación de este servicio, se concedan créditos o préstamos para apoyar la participación del cliente en operaciones en las que también esté involucrada la empresa de servicios de inversión, al estimar que tales operaciones pueden resultar complejas y entrañar una excesiva dificultad para que el cliente comprenda cuáles son los riesgos asociados a la misma. Asimismo, la Comisión propone una selección más adecuada de los instrumentos financieros a los que pueda aplicarse el servicio, con la finalidad de excluir aquellos, incluidas las instituciones de inversión colectiva, que incorporen derivados o estructuras que dificulten la comprensión de los riesgos por parte del cliente.
- (ii) Se introduce mayor información respecto a las prácticas de venta cruzada (*cross-selling*), en las que se ofrece la adquisición, generalmente de forma vinculada, de dos o más productos. En particular, la Comisión propone que cuando se ofrezcan al cliente uno o más servicios financieros en un paquete, las entidades deberán informarle de si es posible comprar los diferentes productos por separado y de cuáles son los costes y comisiones de contratar cada componente por separado.
- (iii) Será obligatorio evaluar al cliente cuando se ofrezca la adquisición de instrumentos financieros que estén sujetos a otras normas comunitarias o a estándares europeos comunes aplicables a las entidades de crédito, eliminándose la excepción actual.

- (iv) Se incorporan diversas obligaciones de información precontractual en la prestación de servicios de asesoramiento en materia de inversión. En particular, las empresas deberán informar al cliente sobre si el asesoramiento que prestan es independiente, si está basado en un análisis amplio o más restringido del mercado y si la entidad le proporcionará al cliente una evaluación continua de la idoneidad de los instrumentos recomendados. Asimismo, se obliga a especificar cómo se adecuará el asesoramiento prestado a las características del cliente.
- (v) Se prohíbe a las empresas que presten servicios de asesoramiento independiente y gestión discrecional de carteras recibir incentivos de terceros.
- (vi) Se establecen nuevas obligaciones de información destinadas a facilitar a los clientes de las empresas de servicios de inversión una evaluación sobre la calidad de la ejecución de órdenes. En particular, la entidad tendrá que dar a conocer cada año cuáles fueron los cinco principales centros de ejecución donde se ejecutaron las órdenes de clientes el año anterior para cada clase de instrumento financiero. Por su parte, los centros de negociación tendrán que publicar datos sobre la calidad de la ejecución.

En lo que se refiere a los requisitos organizativos, las principales novedades son las siguientes:

1. Con el objetivo de mejorar la calidad del gobierno corporativo, los Estados Miembros deberán exigir el cumplimiento de criterios de honorabilidad, conocimientos y experiencia suficientes para todos los miembros del órgano de dirección de las ESI, así como la observancia de determinados requisitos encaminados a asegurar que tales miembros dedican un tiempo suficiente al desempeño de sus obligaciones. Por otra parte, los Estados Miembros también exigirán que las ESI tengan en cuenta criterios de diversidad en términos de género, edad, educación, profesión y geografía en la selección de los miembros de su órgano de dirección.
2. Se propone la eliminación de los criterios discrecionales que actualmente subsisten a escala nacional en materia de agentes vinculados, de forma que en todos los Estados Miembros se permita la operativa a través de agentes, sin que estos puedan manejar fondos y/o valores de los clientes en ningún caso.
3. Se establece un régimen común de registros telefónicos y electrónicos obligatorios a nivel europeo en relación, al menos, con la recepción, transmisión y ejecución de operaciones por cuenta propia y por cuenta de clientes. Los registros deberán conservarse por un periodo de tres años.

Finalmente, cabe destacar el establecimiento de un régimen de reconocimiento mutuo en la autorización de ESI de terceros países, de tal manera que, una vez obtenida la licencia para operar en un Estado Miembro, la entidad autorizada pueda operar en el resto de la UE. A efectos de que pueda solicitarse tal licencia, la Comisión Europea decidirá si el régimen de autorización y la supervisión del tercer país reúnen los requisitos necesarios.

Por último, en referencia a los procesos de emisión de acciones o de instrumentos de deuda obligatoriamente convertibles en acciones, contemplados en el Real Decreto-Ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero, hay que destacar la mención expresa a que la comercialización de este tipo de valores debe producirse conforme a los criterios que establezca la CNMV para asegurar una adecuada protección de los inversores. Asimismo, esta nueva pieza legislativa señala que, cuando dichas emisiones se dirijan a clientes minoristas, debe solicitarse su admisión o la del subyacente a negociación en un mercado secundario oficial.

## 12.2 Supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión

La supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión se realiza desde dos puntos de vista: por un lado, se analiza la situación económico-financiera y la viabilidad de la entidad y, por otro, los riesgos asociados a su actividad. La supervisión se basa en la información remitida de forma periódica a la CNMV, que se complementa con inspecciones in situ.

Durante 2011, en el área de supervisión a distancia de las ESI, la CNMV continuó realizando un estrecho seguimiento de las entidades en las que se habían producido incidencias susceptibles de afectar a su solvencia y dedicó una atención destacada a los saldos acreedores de clientes que mantienen las ESI. En particular, durante el ejercicio se llevó a cabo un análisis de la inversión de los saldos acreedores instrumentales y transitorios que mantienen las sociedades y agencias de valores. En algunas entidades se pusieron de manifiesto ciertas deficiencias, ya solventadas, como una inadecuada segregación entre el efectivo propio y de clientes o la ausencia de una adecuada denominación de las cuentas de clientes que permita identificarlas como tales.

A raíz de la experiencia supervisora, también se analizó la posibilidad de modificar el tratamiento normativo de los saldos de efectivo en las ESI. Como consecuencia de ello, se elaboró un informe, del que se dio cuenta al Ministerio de Economía y Hacienda, con propuestas de modificaciones que afectan, entre otras normas, a la Ley Concursal y a la Ley del Mercado de Valores, cuyo objeto es clarificar la aplicación del derecho de propiedad y la separación de los saldos de clientes en supuestos de concurso de una ESI.

En cuanto a las inspecciones in situ realizadas durante el ejercicio, destacó la detección, en algunos casos, de deficiencias en el registro y la documentación asociados a la prestación de servicios de asesoramiento. Asimismo, se comprobó que algunas entidades presentaban deficiencias en el registro de órdenes.

### Cambios en la normativa sobre solvencia

En enero de 2011 se publicó en el BOE la Circular 1/2011, que modifica la Circular 12/2008, sobre solvencia de las ESI y sus grupos consolidables, al objeto de incorporar las modificaciones de las directivas 2009/27/CE y 2009/83/CE de la Comisión Europea. Además, en diciembre de 2011, la CNMV publicó la Circular 5/2011, que recoge modificaciones de la citada Circular 12/2008 y de la Circular 7/2008, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las empresas de servicios de inversión, sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo.

La modificación de la Circular 12/2008, recogida en la Circular 5/2011, permite trasponer el contenido de las directivas 2009/111/CE y 2010/76/UE, que modifican las directivas 2006/49/CE, sobre la adecuación de capital de las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito, y 2006/48/CE, relativa al acceso y ejercicio de la actividad de las entidades de crédito. En concreto, la nueva circular modifica el tratamiento de determinados instrumentos como recursos propios de las ESI y sus grupos, detallando las nuevas condiciones que deben cumplir los instrumentos híbridos para computar como tales. Asimismo, modifica el régimen de grandes riesgos, flexibilizándolo e incrementando su límite del 25% al 100% de los recursos propios en determinadas circunstancias, precisa las características de los modelos internos para la determinación del riesgo de mercado e introduce nuevas exigencias en materia de remuneraciones, sujetas al principio de proporcionalidad.

Mediante la modificación de la Circular 7/2008, también realizada a través de la Circular 5/2011, se incorporan los preceptos relativos a las combinaciones de negocios y la consolidación, incorporando los principios recogidos en el Real Decreto 1159/2010, de 17 de septiembre, por el que se aprueban las normas para la formulación de cuentas anuales consolidadas y se modifica el Plan General de Contabilidad aprobado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, y el Plan General de Contabilidad de Pequeñas y Medianas Empresas, aprobado por el Real Decreto 1515/2007, de 16 de noviembre. Para ello se ha optado por regular estas materias específicas por referencia a la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros.

### 12.3 Supervisión de las instituciones de inversión colectiva

El pasado ejercicio volvió a ser un año difícil, en términos generales, para las IIC, como se pone de manifiesto en el capítulo 7. El esfuerzo supervisor de la CNMV en este ámbito se concentró, especialmente, en la evaluación del impacto sobre las carteras de las IIC de la evolución de determinadas variables singularmente relevantes para algunos segmentos del mercado. En particular, la CNMV realizó un estrecho seguimiento del impacto sobre las carteras de estas instituciones de las rebajas de la calidad crediticia de la deuda soberana y de los emisores financieros, de la reducida liquidez de algunos activos de renta fija privada y de la debilidad del sector inmobiliario.

La CNMV siguió desarrollando sus actuaciones supervisoras a través de dos vías complementarias: la supervisión a distancia, basada en el análisis de los estados de información financiera remitidos a la CNMV por las IIC o sus sociedades gestoras con periodicidad mensual, que incluye el listado de posiciones individuales de las carteras y de los derivados de todas las IIC registradas, y la verificación in situ, centrada básicamente en aquellos aspectos más específicos de las IIC que no pueden reflejarse en modelos de información estandarizados.

En 2011, como resultado de todas las actuaciones de supervisión desarrolladas, la CNMV remitió 1.698 requerimientos a las entidades supervisadas, un 13,1% menos que en 2010. Como se indica en el cuadro 12.3, la mayor parte de estos escritos correspondió a requerimientos por información presentada fuera de plazo, que supusieron el 58% del total. Estos requerimientos vinieron motivados, fundamentalmente, por la falta de remisión en plazo de las auditorías de IIC y de entidades de capital-riesgo y de los estados reservados de entidades de capital-riesgo. Durante

2012 está previsto el desarrollo de un sistema electrónico de remisión de las auditorías de las entidades supervisadas que mejorará el control del cumplimiento de esta obligación y facilitará la difusión de los contenidos a través de los registros públicos de la CNMV.

Los requerimientos solicitando información necesaria para la supervisión, distinta de la disponible con carácter general, supusieron el 13% del total, mientras que los que solicitaban la adopción de medidas correctoras respecto a las incidencias detectadas en la supervisión supusieron el 31%.

### Supervisión de IIC: requerimientos remitidos por la CNMV en 2011

CUADRO 12.3

	Actuaciones		Total
	A distancia	In situ	
Por información fuera de plazo	943	5	948
Solicitud de información	123	89	212
Medidas correctoras o recomendaciones	431	73	504
Otras comunicaciones	9	25	34
<b>Total</b>	<b>1.506</b>	<b>192</b>	<b>1.698</b>

Fuente: CNMV.

#### 12.3.1 Supervisión de los requisitos prudenciales y las normas de conducta

La supervisión a distancia de las IIC se desarrolla fundamentalmente en dos niveles. El primero consiste en la realización de análisis periódicos, de aplicación al sector en su conjunto, encaminados hacia un control continuado de aspectos tales como la suficiencia de medios y la adecuación de los controles internos de las sociedades gestoras, la prevención de los conflictos de interés y el cumplimiento de coeficientes legales y de aptitud de las inversiones. El segundo nivel consiste en la realización de análisis de carácter temático, referidos a cuestiones suscitadas por la evolución del mercado o que se detectan a partir de la experiencia supervisora.

Entre los controles periódicos realizados durante 2011, destacaron los destinados a comprobar el cumplimiento de los coeficientes de diversificación conjunta que restringen la exposición de las IIC al riesgo de contraparte y al riesgo de mercado de un grupo económico en sus diferentes modalidades (renta fija, renta variable, tesorería o instrumentos financieros derivados). Estos controles cobraron una especial relevancia debido a los procesos de concentración que se produjeron en los grupos financieros nacionales durante el ejercicio. También se dedicó una atención preferente a las IIC que tenían en cartera títulos afectados por rebajas de la calificación crediticia, con el objetivo de verificar que estas instituciones disponían de un plan para regularizar en plazo los incumplimientos sobrevenidos por esta circunstancia respecto a lo establecido en el folleto. Asimismo, destacó la atención prestada a la verificación del cumplimiento de las limitaciones de la operativa de las IIC en derivados. En 2011, el análisis de esta operativa tuvo en cuenta la entrada en vigor de la Circular 6/2010 de la CNMV, que modificó las obligaciones de las SGIIC en esta materia.

En relación a los análisis de supervisión no recurrentes, entre los realizados en 2011 destacaron los efectuados en los ámbitos de la valoración y la gestión de la liquidez de las inversiones de renta fija. Estos controles, que han cobrado una especial rele-

vancia desde el inicio de la crisis financiera, permiten identificar gestoras con proporciones significativas de sus carteras invertidas en valores de renta fija de reducida liquidez, así como entidades que podrían no estar aplicando procedimientos de valoración que tengan en cuenta las condiciones del mercado. Estos análisis se acompañan de revisiones de la operativa de aplicaciones o compraventa de activos entre IIC, con el objetivo de asegurar que cumplen en todo momento la normativa de operaciones vinculadas vigente.

Otros controles temáticos realizados durante 2011 incluyeron: (i) el análisis de la exposición de las IIC a determinados grupos financieros, en especial a grupos que habían sido objeto de actuaciones especiales por parte del supervisor bancario, con objeto de controlar el cumplimiento de los límites legales y detectar posibles conflictos de interés; (ii) los controles dirigidos a fondos índices y fondos referenciados, con objeto de comprobar el correcto cálculo de las desviaciones respecto a los índices de referencia (*tracking errors*) y el cumplimiento de los límites establecidas para las mismas, así como por la adecuada información a los inversores sobre dichas desviaciones y las rentabilidades obtenidas; (iii) los controles sobre el ejercicio de los derechos políticos de los valores en cartera, en cumplimiento del deber fiduciario de las gestoras para los inversores de las IIC gestionadas; y (iv) el análisis sobre el cálculo de las comisiones repercutidas a las IIC y la legalidad de los límites aplicados, con especial atención a las comisiones de gestión sobre resultados, que están sujetas a reglas que impiden cargarlas dos veces por los mismos resultados (*high watermarks*).

Junto a estos análisis temáticos aplicables al sector en su conjunto o a determinados segmentos del mismo, se realizaron numerosos análisis específicos dirigidos a entidades concretas (inversión en activos no aptos, excesos en límites y coeficientes de inversión, supervisión de la valoración de su cartera o conflictos de interés, entre otros).

Por último, en cumplimiento de lo previsto en el Plan de Actividades de la CNMV, durante el ejercicio 2011 se realizó una revisión horizontal sobre el grado de adaptación de las SGIIC a los requisitos exigidos en la Circular 6/2009 de la CNMV sobre control interno. En el último trimestre de 2010 se envió a las SGIIC un cuestionario relativo a la estructura de control interno requerido en la citada Circular y, a partir de las respuestas recibidas, se realizó un análisis del grado de adaptación de las entidades a la norma, concluyéndose que, en su mayoría, las SGIIC habían ajustado de forma correcta sus estructuras internas o, en su caso, habían optado por la delegación de las funciones requeridas en entidades del grupo o externas.

### 12.3.2 Información a los inversores

La regulación de las IIC prevé el envío a la CNMV de los informes de auditoría y las cuentas anuales. Esta información debe ser entregada a los inversores como parte del informe anual. Todos estos documentos resultan fundamentales para el desarrollo de las funciones de supervisión que la CNMV tiene encomendadas y, por ello, se ha prestado especial atención a la revisión de su forma y contenido, así como al cumplimiento de los plazos de presentación establecidos. En particular, en la revisión de los informes de auditoría referidos al ejercicio 2010, realizada en 2011, se han estudiado con especial atención las salvedades y párrafos de énfasis, los cuales, en gran número, son consecuencia de las dificultades asociadas a la evolución de los mercados financieros, como es el caso de la inversión en activos ilíquidos o de difícil valoración, la presencia de niveles de patrimonio y partícipes por debajo de los mínimos legales y la existencia de IIC en liquidación, entre otras.

Por otra parte, en el actual contexto de incertidumbre en los mercados, resulta de vital importancia la adecuada información a los inversores. Por tal motivo, en 2011 la CNMV continuó analizando la calidad de la información cuantitativa incluida en la información pública de las IIC. Estos controles se vieron facilitados enormemente por el nuevo formato XBRL utilizado en los informes. Además de analizar datos de rentabilidad, volatilidad, gastos, masas patrimoniales, etc., incluidos en la información pública, los controles se extendieron a la verificación de la información cualitativa y descriptiva contenida en los mismos, a fin de asegurar que el inversor recibía explicaciones comprensibles y claras sobre el comportamiento de los mercados y su impacto en la rentabilidad y el riesgo asumidos por el fondo. Asimismo, se continuaron realizando controles sobre la obligación de difundir la información pública de las IIC (folletos, informes trimestrales/semestrales y cuentas anuales auditadas) a través la página web de la gestora o de su grupo.

En el ámbito de la información a inversores, una novedad destacable de 2011 fue la sustitución del folleto simplificado por el documento de datos fundamentales para el inversor, cuyos principales aspectos se recogen en el recuadro 12.3.

#### **Principales características del nuevo documento de información al inversor (Datos Fundamentales para el Inversor)**

RECUADRO 12.3

La Ley de IIC, a través de las modificaciones introducidas por la Ley 31/2011, estableció en su artículo 17 la obligatoriedad de difundir entre accionistas, partícipes y público en general el documento de Datos Fundamentales para el Inversor (DFI) contemplado en la sección 3 de la Directiva 2009/65/CE, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS IV). Quedan sujetos a tal obligación todos los fondos y sociedades de inversión, con independencia de si cumplen o no con la Directiva UCITS IV, si bien en algunos casos su aplicación está pendiente de desarrollo.

El Reglamento UE 583/2010 de la Comisión Europea, de 1 de julio, por el que se establecen, entre otras, las disposiciones de aplicación de la mencionada directiva en lo referente al DFI, recoge de manera exhaustiva los requisitos tanto de forma como de contenido exigibles al documento. Por otra parte, CESR, antecedente de ESMA, publicó en su momento diversas recomendaciones con objeto de evitar discrepancias entre los Estados Miembros en cuanto a la interpretación de la normativa comunitaria sobre este particular.

El DFI se establece en la directiva mencionada como un documento independiente y de carácter precontractual que sustituye al actual folleto simplificado de las IIC. La razón que llevó a tal sustitución estriba en que los folletos simplificados no han cumplido con el objetivo previsto de servir como instrumento de comparabilidad y transparencia en relación a las características principales de las IIC, dada su significativa falta de homogeneidad tanto entre productos como entre los diferentes Estados Miembros, así como su excesivo contenido técnico.

Fundamentalmente, el DFI incorpora como novedades más importantes, respecto al actual folleto simplificado, las siguientes:

- Un formato concreto y un contenido claramente definido, que obligatoriamente deberá seguir el siguiente orden: 1) título, «Datos Fundamentales para el Inversor»; 2) declaración explicativa acerca de la naturaleza del DFI; 3) identificación de la IIC; 4) denominación de la gestora y de su grupo; 5) objetivo y política de inversión; 6) perfil de riesgo y remuneración; 7) gastos; 8) rentabilidad histórica; 9) información práctica, país de origen y organismo supervisor; 9) si la gestora es extranjera, su país de origen y organismo supervisor; y 10) fecha del DFI.
- Una extensión máxima de dos hojas (ampliable a tres en el caso de IIC estructuradas).
- La inclusión de un indicador de gastos corrientes como medida de los gastos totales que soporta la IIC, sustituyendo a la información *ex ante* sobre comisiones de la IIC. En este indicador no estarán incluidas las comisiones de suscripción y reembolso ni las de resultados y será una única cifra que muestre los gastos soportados por la IIC durante el año precedente. Esta cifra se mantendrá siempre que sea representativa y, en caso contrario, se modificará para reflejar los gastos efectivamente imputados.
- Un indicador sintético del perfil de riesgo y remuneración, según una escala numérica del 1 (menor riesgo) al 7 (mayor riesgo), basado en volatilidades históricas. El objetivo es facilitar al inversor un dato comprensible acerca del perfil de riesgo a través de un indicador que sea aplicable a todas las IIC y cuya implementación sea fácil y de bajo coste.
- Inclusión de un gráfico de rentabilidades históricas de los últimos diez ejercicios, si bien se admitirán simulaciones sobre resultados en determinados supuestos. En el caso de IIC estructuradas, se sustituirá por tres escenarios de rentabilidad simulados, uno desfavorable, uno moderado y otro favorable.
- El uso de un lenguaje claro, sencillo y conciso, que evite la utilización de términos técnicos o que puedan llevar a confusión, así como un tipo y tamaño mínimo de letra.

En definitiva, el DFI supone la desaparición del folleto simplificado para las IIC y la aparición de un nuevo documento armonizado a nivel europeo con una estructura y contenido estandarizados, que facilitará al inversor tanto la comprensión de los productos de inversión como la comparabilidad entre IIC.

### 12.3.3 Supervisión de las gestoras de IICIL e IIC de IICIL

En 2011, la supervisión de la inversión libre se centró fundamentalmente en tres asuntos: la repercusión sobre las IIC de IICIL de las suspensiones de determinados fondos incluidos en su cartera, los procesos de liquidación en curso y los niveles de riesgo asumidos por los vehículos. En el primer caso, los controles se dirigieron hacia IIC de IICIL en cuya cartera figuraban *hedge funds* con problemas de liquidez (reestructuraciones del fondo, establecimiento de ventanas de liquidez, creación de

*side pockets* con activos problemáticos, etc.), con el objetivo de que las gestoras adoptasen las debidas medidas de transparencia y protección de los partícipes. En el segundo caso, se efectuó un seguimiento de las liquidaciones a las que se han visto avocadas un elevado número de IIC de IICIL, motivadas por los problemas de los *hedge funds* subyacentes. Este análisis se completó con una revisión de las rentabilidades de estas instituciones para verificar su razonabilidad. En el tercer caso, mediante la información reservada remitida periódicamente por las sociedades gestoras, se realizó un seguimiento del riesgo asumido por las instituciones de inversión libre a través del endeudamiento, la operativa en derivados y el préstamo de valores.

#### 12.3.4 Supervisión de los depositarios de IIC

Como en ejercicios anteriores, durante 2011 se desarrollaron actuaciones de supervisión en este ámbito tanto a distancia como mediante inspecciones in situ. En el primer caso, se continuó con el análisis de los informes semestrales sobre la función de supervisión y vigilancia de los depositarios. En estos controles se prestó una especial atención a las incidencias de valoración comunicadas por las entidades depositarias, los incumplimientos de la política de inversión, las operaciones no realizadas en régimen de mercado y las diferencias de conciliación de saldos de tesorería y valores. Respecto a la supervisión in situ, se realizaron diversas actuaciones en las que se analizó especialmente la capacidad de las entidades para el desarrollo de sus funciones. En particular, se revisaron los medios específicamente asignados a la función de supervisión y control de la actividad desarrollada por las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva. A este respecto, debe reseñarse que las inspecciones realizadas a las SGIIC permiten analizar de forma indirecta el grado de cumplimiento de esta función.

#### 12.3.5 Supervisión de las IIC inmobiliarias

En el ámbito de supervisión de las IIC inmobiliarias, debe destacarse que en 2011 finalizó el periodo de suspensión de reembolsos de dos años en dos de estas instituciones, suspensión motivada en ambos casos por el elevado volumen de solicitudes de reembolso. Uno de estos fondos acordó su liquidación y la CNMV está ahora supervisando el proceso de liquidación, con el objeto de velar por el cumplimiento de la normativa y asegurar que se proporciona a los partícipes la debida información.

Respecto al resto de fondos inmobiliarios, se mantuvo un estrecho seguimiento de su situación. En particular, los controles realizados prestaron una atención preferente a: (i) la evolución de la liquidez de estos fondos, especialmente en los meses previos a las ventanas de liquidez, con el objeto de anticipar problemas a la hora de acometer los reembolsos; (ii) el análisis de las rentabilidades y del valor de tasación de los inmuebles en cartera; y (iii) la calidad de la información pública periódica sobre la situación del mercado inmobiliario.

### 12.4 Supervisión de las entidades de capital-riesgo

Los informes de auditoría correspondientes al ejercicio 2010, recibidos en el primer cuatrimestre de 2011, fueron los primeros elaborados en aplicación de la Ley 12/2010, de 30 de junio, por la que se modifica la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el texto refundido

de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, para su adaptación a la normativa comunitaria.

Este cambio normativo ha supuesto, en el caso de las entidades de capital-riesgo, un descenso importante en el número de informes de auditoría con salvedades, ya que, en un número significativo de ECR con incertidumbres debido a operaciones con empresas del grupo o desequilibrios patrimoniales, consideradas anteriormente como salvedades, estas han sido clasificadas en este ejercicio como párrafos de énfasis.

A través de los análisis de supervisión a distancia se ha observado un ligero incremento del patrimonio neto del conjunto de ECR, consecuencia, fundamentalmente, de un aumento en los importes de capital desembolsados. Asimismo, es de reseñar un ligero aumento de las pérdidas netas del sector respecto a ejercicios anteriores. El número de entidades con problemas para alcanzar el coeficiente de inversión obligatorio aumentó como consecuencia, por un lado, de un mayor número de ECR para las cuales habían transcurrido los tres años iniciales de exención del cumplimiento de dicho coeficiente y, por otro lado, de las dificultades para encontrar proyectos de inversión viables, a consecuencia de la desfavorable evolución de la economía.

En el ámbito de la supervisión in situ, en 2011 se desarrollaron actuaciones puntuales de supervisión que tuvieron por objeto confirmar la subsanación de incidencias detectadas con anterioridad.

## 12.5 Supervisión de las sociedades gestoras de fondos de titulización

Durante el ejercicio 2011 no se llevaron a cabo actuaciones de supervisión in situ de las sociedades gestoras de fondos de titulización (SGFT). No obstante, se realizaron algunas actuaciones a distancia de seguimiento de hechos detectados en inspecciones previas.

## 12.6 Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales

En el ámbito del convenio de colaboración existente entre la CNMV y el Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (SEPBLAC), en 2011 se revisó el cumplimiento de las obligaciones en materia de prevención del blanqueo de capitales en aquellas entidades previamente acordadas con el SEPBLAC.



### 13.1 Atención de reclamaciones

La CNMV atiende las reclamaciones presentadas por los inversores en el ámbito de las actividades de supervisión que tiene encomendadas. No obstante, los inversores deben presentar primero estas reclamaciones ante el Servicio de Atención al Cliente o el Defensor del Cliente de la entidad a la que se refieren. Si una entidad no contesta en el plazo de dos meses o si consideran que la respuesta no es satisfactoria, los inversores pueden presentar su reclamación ante la CNMV. Las resoluciones adoptadas por la CNMV respecto a las reclamaciones presentadas no son vinculantes para las entidades, aunque pueden ayudar al inversor en la defensa de sus intereses.

En 2011 se presentaron ante la CNMV 2.005 reclamaciones, un 12,7% menos que en 2010. Sin embargo, como se recoge en el cuadro 13.1, el número de reclamaciones tramitadas aumentó un 15,4% respecto a 2010, lo que permitió reducir el saldo de reclamaciones pendientes de resolución, que se situó en 1.216 al cierre del ejercicio.

#### Reclamaciones tramitadas según tipo de resolución

CUADRO 13.1

Número de reclamaciones y porcentaje sobre el total de reclamaciones tramitadas

	2009		2010		2011		% var. 11/10
	Núm.	%	Núm.	%	Núm.	%	
<b>Resueltas</b>	<b>823</b>	<b>72</b>	<b>1.774</b>	<b>85</b>	<b>2.086</b>	<b>87</b>	<b>17,6</b>
Informe favorable al reclamante	292	26	805	39	1.218	51	51,3
Informe desfavorable al reclamante	255	22	540	26	586	24	8,5
Informe sin pronunciamiento	57	5	154	7	79	3	-48,7
Avenimiento	198	17	242	12	187	8	-22,7
Desistimiento	21	2	33	2	16	1	-51,5
<b>No resueltas</b>	<b>314</b>	<b>28</b>	<b>312</b>	<b>15</b>	<b>322</b>	<b>13</b>	<b>3,2</b>
Competencia de otros organismos	86	8	131	6	90	4	-31,3
No admitidas	228	20	181	9	232	10	28,2
<b>Total reclamaciones tramitadas</b>	<b>1.137</b>	<b>100</b>	<b>2.086</b>	<b>100</b>	<b>2.408</b>	<b>100</b>	<b>15,4</b>
<b>Pro memoria</b>							
Total presentadas	2.154	-	2.296	-	2.005	-	-12,7

Fuente: CNMV.

Las reclamaciones resueltas supusieron el 87% del total. Los informes favorables a las quejas planteadas por los inversores experimentaron un fuerte aumento respecto al año anterior, llegando a suponer más de la mitad de las reclamaciones tramitadas. En cambio, los avenimientos experimentaron un descenso notable. En conjunto, los informes favorables y los avenimientos representaron un 67% de las reclamaciones resueltas. En cuanto a las reclamaciones no resueltas, la mayoría fueron reclama-

ciones no admitidas por incumplimiento de los requisitos formales, como se aprecia en el cuadro 13.1.

La mayor parte de las reclamaciones se dirigieron contra entidades de crédito, circunstancia que refleja su peso preponderante en la comercialización de productos y servicios financieros. En concreto, las reclamaciones contra dichas entidades supusieron un 76% del total de reclamaciones resueltas. Cabe destacar que once entidades de crédito recibieron más de 50 reclamaciones y que dos de estas entidades superaron las 200.

### Reclamaciones resueltas. Distribución por materia

CUADRO 13.2

Número de reclamaciones y porcentaje sobre el total de reclamaciones resueltas

	2009		2010		2011		% var. 11/10
	Núm.	%	Núm.	%	Núm.	%	
<b>Prestación de servicios de inversión</b>	<b>525</b>	<b>64</b>	<b>1.349</b>	<b>76</b>	<b>1.709</b>	<b>82</b>	<b>26,7</b>
Recepción, transmisión y ejec. de órdenes	256	31	690	39	1.147	55	66,2
Información suministrada al cliente	188	23	491	28	383	18	-22,0
Comisiones y gastos	63	8	92	5	81	4	-12,0
Otros	18	2	76	4	98	5	28,9
<b>Fondos de inversión y otras IIC</b>	<b>298</b>	<b>36</b>	<b>425</b>	<b>24</b>	<b>377</b>	<b>18</b>	<b>-11,3</b>
Información suministrada al cliente	108	13	181	10	173	8	-4,4
Suscripciones/reembolsos	92	11	152	9	117	6	-23,0
Trasposos	61	7	61	3	59	3	-3,3
Comisiones y gastos	37	5	31	2	28	1	-9,7
<b>Total reclamaciones resueltas</b>	<b>823</b>	<b>100</b>	<b>1.774</b>	<b>100</b>	<b>2.086</b>	<b>100</b>	<b>17,6</b>

Fuente: CNMV.

Como se aprecia en el cuadro 13.2, los servicios de recepción, transmisión y ejecución de órdenes, así como la información suministrada al cliente por parte de las entidades, generaron el grueso de las reclamaciones resueltas durante el pasado ejercicio. Entre los productos más afectados por las reclamaciones cabe destacar, especialmente, los contratos de permuta financiera y las participaciones preferentes. Respecto a los primeros, las reclamaciones ponían de manifiesto dificultades en la cancelación anticipada, cuestión que se planteó en el 45% de las reclamaciones resueltas referidas a la prestación de servicios de inversión. En el caso de las participaciones preferentes, destacaron las alegaciones sobre dificultades en la tramitación de órdenes de venta, motivo de casi el 16% de las reclamaciones resueltas en materia de servicios de inversión. Por otra parte, las deficiencias de información en el proceso de comercialización de los productos fueron también un importante motivo de reclamación, que afectó a diversos productos, incluidos los dos mencionados anteriormente. Estas reclamaciones supusieron el 18% de las resueltas, al igual que las reclamaciones relativas a instituciones de inversión colectiva.

### Seguimiento de las rectificaciones de las entidades

La CNMV realiza un seguimiento de las rectificaciones realizadas por las entidades en relación con las reclamaciones presentadas. Se entiende que existe rectificación cuando la entidad compensa económicamente al reclamante o adopta medidas para

evitar que el hecho objeto de reclamación se repita. Junto a una finalidad preventiva respecto a la repetición de malas prácticas, este seguimiento permite valorar la eficacia del sistema de atención de reclamaciones y el grado de adaptación de las entidades a los criterios y recomendaciones de la CNMV en el análisis de las reclamaciones.

De las 1.218 reclamaciones resueltas con informe favorable al reclamante en 2011, en un 8% de las ocasiones las entidades rectificaron su actuación según los criterios anteriormente descritos. Este porcentaje es inferior al de 2010 (13,4%). Además, en 2011 aumentaron las entidades que no rectificaron y/o discreparon de los criterios de la CNMV (18,5% en comparación con el 15% del año precedente). Las entidades que no contestaron y, por tanto, se incluyen entre las que no han rectificado supusieron el 60,3% del total (71,4% en 2010)<sup>1</sup>.

### Reclamaciones especialmente significativas

Las reclamaciones sobre permutas financieras tuvieron un peso destacado en las reclamaciones resueltas en 2011, como ya ocurriera el año anterior. La reclamación habitual en esta materia surge cuando los inversores solicitan la cancelación anticipada del contrato, por estar incurriendo en pérdidas, y se les comunican los altos costes de cancelación. En muchos casos, se comprobó que el contrato no contemplaba la posibilidad de cancelación anticipada. Cuando sí cabía tal posibilidad, o la entidad aceptaba la solicitud, se consideró un mínimo aceptable la información de que la cancelación se materializaría a precio de mercado, pero se señaló, al mismo tiempo, que se consideraba una buena práctica que las entidades proporcionasen las fórmulas de cálculo del coste de cancelación, los elementos a tener en cuenta en el mismo y los mecanismos que podían tener los inversores para su verificación. En cualquier caso, ante solicitudes de cancelación, la entidad está obligada a informar de forma previa de todos los costes de la misma. Adicionalmente, algunas reclamaciones pusieron de manifiesto defectos de información en el proceso de comercialización, bien por falta de explicación de las características y riesgos de este tipo de productos, especialmente en determinados escenarios financieros, bien por no haberse recabado información suficiente de los inversores para comprobar que el producto se adecuaba a su perfil de inversión.

Como se ha indicado, también resultaron especialmente significativas las reclamaciones sobre participaciones preferentes, que se centraron en el proceso de contratación o en la falta de diligencia de las entidades a la hora de atender las órdenes de venta de los inversores. Así, por un lado, las reclamaciones alegaban que, antes de la adquisición de los valores por los clientes, la información sobre los valores que finalmente se contrataron era incorrecta o incompleta. Por otro lado, otra queja habitual era que, en la fase previa a la adquisición de los valores, estos se ofrecieron a los clientes sin obtener de estos últimos información sobre su experiencia, conocimientos, perfil de inversión o que, a pesar de poseer esta información, la entidad financiera no la tuvo en cuenta.

Las reclamaciones por no ejecución de mandatos de venta referidos a participaciones preferentes y otros valores fueron especialmente numerosas en la segunda mitad del ejercicio. Las entidades adujeron con frecuencia que no existía contrapartida

---

1 A fecha de cierre de este Informe no había obtenido contestación, aunque aún estaba en plazo de hacerlo, un 13,2% de los informes favorables al reclamante.

en el mercado para la adquisición de estos títulos. El análisis de las reclamaciones puso de manifiesto diversas deficiencias en la gestión de las órdenes de venta de los valores. En muchos casos, se produjeron demoras excesivas en la tramitación de las órdenes de venta, incluso de varios meses, sin justificación alguna. En otras ocasiones, las entidades no acreditaron haber acudido a la entidad proveedora de liquidez, cuando esta posibilidad estaba recogida en el folleto de emisión del producto. Por último, en algunos casos las entidades no pudieron acreditar una gestión correcta y ordenada de las órdenes de venta de sus clientes ni el cumplimiento, tanto de sus políticas de ejecución de órdenes como de los criterios de prioridad establecidos por el mercado.

En el apartado de reclamaciones relacionadas con las instituciones de inversión colectiva, cabe destacar las referidas a la falta de comunicación de la renovación de las garantías al vencimiento de estas, imposibilitando que el partícipe pueda ejercer el derecho a separarse del fondo en caso de estar interesado en ello.

### 13.2 Consultas

En 2011 se atendieron 11.755 consultas de inversores, lo que supone un incremento del 10,8% respecto a 2010.

Las consultas pueden plantearse por correo ordinario, mediante formulario electrónico o por teléfono. Como se aprecia en el cuadro 13.3, el medio más utilizado es el teléfono, seguido del formulario web y del correo ordinario. El formulario electrónico sustituyó en 2009 al correo electrónico, que fue empleado de forma residual en 2010 y desapareció definitivamente en 2011 como medio de consulta.

El 90% de las consultas telefónicas fueron atendidas por operadores de un centro de llamadas. Estos agentes ayudan y orientan a los inversores a localizar la información pública disponible en la página web de la CNMV.

#### Número de consultas por canal de recepción

CUADRO 13.3

Número de consultas y porcentaje sobre el total

	2009 <sup>1</sup>		2010		2011		% var. 11/10
	Núm.	%	Núm.	%	Núm.	%	
Teléfono	9.556	70	8.219	77	8.417	72	2,4
Correo electrónico <sup>2</sup>	2.944	22	29	0	0	0	-100,0
Escritos	1.136	8	278	3	174	2	-37,4
Formulario <sup>2</sup>	38	0	2.087	20	3.164	27	51,6
<b>Total</b>	<b>13.674</b>	<b>100</b>	<b>10.613</b>	<b>100</b>	<b>11.755</b>	<b>100</b>	<b>10,8</b>

Fuente: CNMV. (1) En 2009 se atendieron 574 consultas en las ferias de bolsa en las que participa la CNMV que no se computan en el total. (2) A finales de 2009 se sustituyó el correo electrónico por el formulario de consultas.

Respecto a las materias de consulta, como se aprecia en el gráfico 13.1, las más frecuentes fueron las referidas a las funciones y servicios de la CNMV. Este bloque incluye las consultas sobre el estado de las reclamaciones en tramitación, comunicaciones de la CNMV y estadísticas y publicaciones, entre otras. El segundo tipo de consulta más frecuente correspondió a información contenida en los registros oficiales (datos de registro de entidades y de instituciones de inversión colectiva, consul-

tas al registro de hechos relevantes, tarifas y participaciones significativas, entre otros asuntos).

Cabe destacar el aumento significativo con respecto al año anterior de las consultas relacionadas con las empresas que prestan servicios de inversión, sobre todo con las entidades de crédito. Este incremento tuvo lugar fundamentalmente en el segundo semestre, debido a las numerosas quejas de minoristas por el modo en que se llevaba a cabo la comercialización de determinados instrumentos híbridos, su valoración y sus condiciones de liquidez.

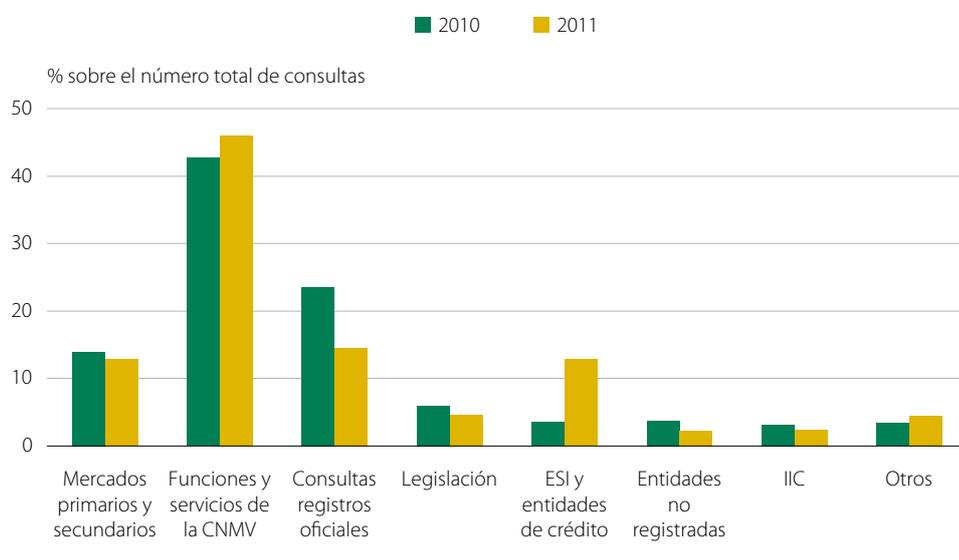
Por otra parte, la prohibición cautelar de constituir o incrementar posiciones cortas sobre acciones españolas del sector financiero, adoptada en agosto de 2011, determinó que un importante número de inversores solicitasen información sobre el alcance de la medida.

Dentro del apartado de legislación, destacaron las constantes dudas sobre las normas de conducta aplicables a las relaciones entre clientes y entidades que prestan servicios de inversión.

Por último, y al igual que en años anteriores, se repitieron las consultas sobre sociedades suspendidas de cotización o inmersas en procesos de exclusión. También fueron reiteradas las peticiones de información sobre emisiones, dividendos previstos, comisiones y gastos por servicios de inversión, así como las consultas sobre entidades no registradas que ofrecen altas rentabilidades sin riesgo aparente.

### Consultas según materia

GRÁFICO 13.1



Fuente: CNMV.

### 13.3 Fondo General de Garantía de Inversiones (FOGAIN)

El FOGAIN ofrece cobertura cuando una empresa de servicios de inversión es declarada insolvente y no puede restituir los valores o instrumentos financieros que tuviera en depósito por la realización de servicios de inversión. En caso de que el servicio de inversión lo preste una entidad de crédito, la cobertura corresponde al Fondo de Garantía de Depósitos.

El número de entidades adheridas al FOGAIN ascendía a finales de 2011 a 142, cuatro menos que en 2010. En concreto, durante el ejercicio se adhirieron ocho nuevas entidades (dos SAV y seis SGIIC) y causaron baja doce (cinco SAV, seis SGIIC y una sucursal de una empresa de servicios de inversión extranjera, véase cuadro 13.4).

### Evolución del número de entidades adheridas

CUADRO 13.4

Tipo de entidad	2008	2009	2010	2011
SAV	101	100	95	92
SGC	10	9	6	6
SGIIC	34	40	44	44
Sucursales de entidades extranjeras	1	1	1	0
<b>Total</b>	<b>146</b>	<b>150</b>	<b>146</b>	<b>142</b>

Fuente: CNMV.

La tramitación de la indemnización a los clientes de Sebroker Bolsa, A.V., S.A., declarada en concurso de acreedores en marzo de 2010, fue la actividad más relevante del FOGAIN en 2011. Al cierre de 2011, habían sido indemnizados el 93% de los clientes. Asimismo, el FOGAIN continuó tramitando durante el año las solicitudes de indemnización de clientes de entidades cuya situación de insolvencia se produjo con anterioridad a la creación del Fondo, en concreto AVA Asesores de Valores, A.V., S.A., Gescartera Dinero, A.V., S.A. y, ya de forma residual, Broker Balear, S.V., S.A.

Por lo que respecta a la recuperación de los importes satisfechos, tras varios años de negociaciones, en enero de 2011 la Audiencia Nacional dictó sentencia a resultas de la cual el FOGAIN pudo recuperar algo más de 12,6 millones de euros correspondientes a las indemnizaciones satisfechas a clientes de Ava, Asesores de Valores, A.V., S.A. Asimismo, continuó tramitándose la recuperación correspondiente al expediente de Gescartera Dinero, A.V., S.A.

A pesar de atender a las indemnizaciones comprometidas, el patrimonio del FOGAIN continuó incrementándose en el ejercicio 2011 con las aportaciones de sus entidades adheridas y el rendimiento de la inversión de su patrimonio, conforme a los criterios de seguridad y liquidez que exige su normativa reguladora, alcanzando a 31 de diciembre de 2011 un patrimonio total de algo más de 56 millones de euros.

## 13.4 Formación del inversor

### 13.4.1 Plan de Educación Financiera

La CNMV y el Banco de España, en el marco del convenio firmado en septiembre de 2009 con el Ministerio de Educación, continuaron con sus esfuerzos para favorecer la implantación de la asignatura de Educación Financiera en el sistema docente. Durante el curso escolar 2010-2011 se llevó a cabo un programa piloto dirigido a alumnos de tercer curso de Enseñanza Secundaria Obligatoria (ESO), cuyas dimensiones y resultados más relevantes se resumen en el recuadro 13.1.

En el programa piloto participaron casi tres mil alumnos de tercero de la ESO de 32 centros públicos de enseñanza pertenecientes a 14 Comunidades Autónomas. La puesta en marcha del Plan requirió una importante dotación de recursos económicos y de esfuerzo para la elaboración de los materiales pedagógicos, la formación del profesorado y el establecimiento de líneas de apoyo permanente para docentes y alumnos.

El Programa consistió en la impartición de un mínimo de diez horas, ampliable a 20, sobre conceptos básicos de finanzas personales y actividades prácticas, abordándose temas como el ahorro, los medios de pago, los principales productos financieros, la elaboración, llevanza y seguimiento de un presupuesto o plan financiero personalizado y, también, algunos aspectos relacionados con el consumo responsable. Con el fin de ofrecer a los jóvenes un enfoque más práctico y accesible de estos temas y proporcionar a los docentes un apoyo adicional en su tarea, se puso a su disposición un portal con diversos juegos, talleres, herramientas y recursos interactivos ([www.gepeese.es](http://www.gepeese.es)).

Una vez finalizado el programa, siguiendo las recomendaciones de la OCDE, se llevó a cabo un proceso de evaluación del mismo por un experto independiente, con la finalidad de valorar (i) posibles mejoras en los conocimientos técnicos del alumnado, cambios de actitud y creencias relativos a los temas financieros y el interés y la utilidad de los materiales utilizados y (ii) la idoneidad de la formación recibida por el profesorado y la utilidad, adecuación y facilidad de uso de los materiales y recursos disponibles, entre otros aspectos.

Los resultados de la evaluación fueron alentadores, siendo destacables una buena acogida del Plan y una actitud favorable hacia el mismo por parte del alumnado, así como la constatación de una mejora de sus conocimientos técnicos tras completar el curso. Los alumnos consideraron las materias de gran utilidad para desenvolverse en su vida cotidiana y para comprender el entorno que les rodea, identificándose un cambio positivo en las actitudes y creencias sobre temas financieros. El material didáctico utilizado se consideró adecuado tanto por parte del alumnado como del profesorado, y se destacaron los contenidos del portal educativo [www.gepeese.es](http://www.gepeese.es) como especialmente útiles.

Es de destacar que tanto los profesores como los responsables autonómicos a los que se les solicitó opinión sobre la extensión y posterior desarrollo del programa sugirieron la conveniencia de incluir la educación financiera en el currículum escolar. Dado que los efectos de tal inclusión solo podrán apreciarse plenamente en generaciones futuras, sería deseable que la misma se produjera lo antes posible, siguiendo el ejemplo de otros países que ya han dado ese paso<sup>1</sup>.

1 Australia, Brasil, Japón, Malasia, Países Bajos, Nueva Zelanda, Reino Unido, Sudáfrica y Estados Unidos son algunos de los países que ya cuentan con una asignatura de educación financiera en el currículum escolar.

Por otro lado, a partir de septiembre de 2011, se llevó a cabo una campaña publicitaria dirigida a toda la población con la finalidad de difundir y dar a conocer el Plan de Educación Financiera, en particular el portal central del Plan, [www.finanzasparatodos.es](http://www.finanzasparatodos.es). Entre otras actuaciones, se procedió a la inserción de anuncios tanto en prensa digital como en prensa escrita, lo que generó un incremento significativo en el número de visitas al portal, alcanzándose casi las 650.000 desde su lanzamiento en mayo de 2010. Asimismo, se impulsó el fomento y presencia en las redes sociales con el objetivo de que los usuarios conocieran los recursos y herramientas interactivas de las que dispone el portal. En este sentido, destaca la inclusión de nuevos contenidos y el desarrollo e incorporación de la nueva aplicación descargable «Mi presupuesto». Este dispositivo, de acceso libre y gratuito, permite al usuario interactuar y descargar en su ordenador personal una herramienta que le ayudará a llevar un control exhaustivo de sus finanzas personales, a fijarse objetivos y a comparar su presupuesto con su situación financiera. También cabe destacar la promoción del portal y del Plan en eventos y ferias de contenido económico y financiero, mediante la realización de acciones divulgativas de sus materiales y contenidos.

Finalmente, cabe reseñar que en 2011 se establecieron acuerdos de colaboración con diversas asociaciones de consumidores, con la Unión Nacional de Cooperativas de Crédito (UNACC) y con la Unión Democrática de Pensionistas, con el objetivo de ampliar el alcance del Plan de Educación Financiera mediante la implicación del mayor número posible de colectivos. A su vez, se pusieron en marcha colaboraciones específicas con varias entidades privadas para la promoción del conocimiento de la cultura aseguradora y en el ámbito de las pensiones.

### 13.4.2 Actividades formativas de la CNMV

#### Publicaciones y recursos para inversores

Durante 2011 se elaboraron nuevas publicaciones para inversores y se actualizaron algunas de las ya existentes (véase cuadro 13.5). En este sentido, se realizó un esfuerzo especial en la difusión de la información y el fomento de los temas que suscitan interés para los inversores minoristas. Así, se potenciaron los mecanismos de distribución, mediante la actualización de las bases de datos y la ampliación de los contactos con suscriptores para el envío gratuito de las fichas y guías del inversor, de las alertas SMS y la recopilación de temas relevantes en el Boletín del Inversor. Estas actuaciones permitieron alcanzar una cifra de casi 14.500 suscriptores en 2011.

Por otro lado, las publicaciones también se han distribuido tanto de forma impresa como a través de enlaces al Portal del Inversor entre entidades que presentan servicios de inversión y que pueden utilizar este material como recurso formativo e informativo para sus empleados y clientes.

#### Conferencias y seminarios

Como viene siendo habitual, la CNMV participó en diversos foros orientados a la concienciación y capacitación de los consumidores financieros, como las ferias de bolsa y mercados Bolsalia (Madrid) y Borsadiner (Barcelona), donde se organizaron encuentros formativos y conferencias destinados a dar a conocer los servicios que presta la CNMV. Además la CNMV participó en cursos específicos de «formación de

formadores» en colaboración con el Instituto Nacional del Consumo, con el objeto de informar sobre la normativa aplicable al consumidor financiero en el ámbito de los mercados de valores.

### Foros internacionales sobre educación financiera

Entre las actividades de este tipo realizadas durante 2011, cabe destacar la participación en las reuniones de la International Network on Financial Education (INFE), organizadas por la OCDE. Esta red, integrada por organismos públicos y asesorada por expertos, ha creado varios grupos de trabajo para avanzar en el análisis de cuestiones consideradas prioritarias en el ámbito de la educación financiera.

Cabe reseñar, también, la participación de la CNMV en seminarios de formación llevados a cabo por IOSCO sobre educación financiera y la consecuente mejora en la protección al inversor.

### Fichas y guías del inversor

CUADRO 13.5

	Fichas del inversor	Guías del inversor
Títulos	Conozca su perfil inversor	Órdenes de valores
	Tríptico «Oficina de Atención al Inversor»	Las preguntas que debe hacerse todo accionista de una compañía cotizada
	¿Qué fondos de inversión puede encontrar en el mercado?	
	Cómo interpretar la publicidad financiera	
	Los derechos de suscripción preferente (DSP)	
	Fondo de Garantía de Inversiones (FOGAIN)	
	Traspasos entre fondos de inversión	
	Tarifas y comisiones por servicios de inversión	
	Las opas. Qué son y cómo actuar	
Actualizaciones y próximos lanzamientos	Participaciones preferentes (PPR)	Guía sobre productos de renta fija
	Las Empresas de Asesoramiento Financiero (EAFI)	Guía sobre chiringuitos financieros
	Fondos cotizados (ETF)	
Otros títulos de la colección	Los contratos por diferencias (CFD)	Sus derechos como inversor: descubra la protección que le da la MiFID
	Fondos de inversión garantizados	Protección del inversor: servicios de reclamaciones
	Nuevos tipos de fondos de inversión	Los fondos de inversión y la inversión colectiva
	Cómo reclamar en el ámbito de los servicios financieros	Opciones y futuros
	<i>Warrants</i> y <i>turbowarrants</i>	Las empresas de servicios de inversión
	Las ofertas públicas de acciones (OPV/OPS)	

Fuente: CNMV.



## 14 Actuaciones disciplinarias

### 14.1 Expedientes sancionadores

#### 14.1.1 Descripción de los expedientes

Durante 2011, el Comité Ejecutivo de la CNMV acordó la incoación de 14 nuevos expedientes sancionadores, en los que se imputaron un total de 30 presuntas infracciones (véanse cuadros 14.1 y 14.2), estando pendiente en el mes de diciembre la apertura de seis nuevos expedientes prevista para los primeros días del mes de enero de 2012. En los expedientes abiertos se contemplaban nueve infracciones por incumplimiento del régimen jurídico de comunicación y publicidad de participaciones significativas en sociedades cotizadas, tres por abuso de mercado (manipulación de mercado y uso de información privilegiada), seis por incumplimiento de normas de conducta en la relación con clientes y el resto por retrasos y otras irregularidades en la remisión a la CNMV y al mercado de información regulada de carácter financiero o de gobierno corporativo por parte de sociedades emisoras, por incumplimiento de coeficientes y por vulneraciones de la normativa general de ESI e IIC.

#### Expedientes abiertos y concluidos

CUADRO 14.1

	2010	2011
<b>Número de expedientes abiertos</b>	<b>27</b>	<b>14</b>
<b>Número de expedientes concluidos</b>	<b>24</b>	<b>19</b>
De los cuales:		
abiertos en 2008	2	–
abiertos en 2009	16	4
abiertos en 2010	6	14
abiertos en 2011	–	1

Fuente: CNMV.

En tres expedientes sancionadores incoados por infracciones de abuso de mercado y no comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas, ante el conocimiento de la tramitación de procesos penales por los mismos hechos o por hechos racionalmente inseparables, la CNMV comunicó su apertura a la autoridad judicial, con traslado de las actuaciones practicadas, y procedió a la suspensión de los expedientes hasta que tales hechos queden fijados en resolución judicial firme.

## Número de infracciones de cada tipo en los expedientes sancionadores

CUADRO 14.2

	Abiertos		Cerrados	
	2010	2011	2010	2011
<b>Infracciones muy graves</b>	<b>35</b>	<b>21</b>	<b>22</b>	<b>20</b>
I. No declaración/incorrecta comunicación de participaciones significativas	14	9	6	9
II. Manipulación de mercado	1	1	-	1
III. Incumplimiento de coeficientes	-	1	-	-
IV. No comunicación de hechos relevantes/información engañosa, inexacta o con omisiones relevantes	2	-	1	2
V. Incumplimiento en materia de información periódica de los emisores	4	4	3	3
VI. Incumplimiento en materia de opas	4	-	9	-
VII. Incumplimiento de la normativa general de las ESI	2	1	1	1
VIII. Incumplimiento de la normativa general de las IIC	1	-	-	1
IX. Información privilegiada	7	1	2	3
X. Incumplimiento de las normas de conducta	-	4	-	-
<b>Infracciones graves</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>10</b>
I. Incumplimiento en materia de gobierno corporativo	2	1	-	2
II. Incumplimiento en materia de abuso de mercado	1	1	-	1
III. Incumplimiento de la normativa general de las ECR	-	-	8	-
IV. Incumplimiento de la normativa general de las ESI	1	-	-	-
V. Incumplimiento de la normativa general de las IIC	-	2	-	-
VI. Incumplimiento de las normas de conducta	-	2	1	-
VII. Información privilegiada	1	-	-	1
VIII. No elaboración/publicación/remisión en plazo de informes preceptivos	4	-	3	1
IX. Incumplimiento de coeficientes	-	2	-	-
X. Manipulación de mercado	-	1	-	-
XI. Incumplimiento en materia de opas	-	-	-	4
XII. Incumplimiento en materia de información periódica de los emisores	-	-	-	1
XIII. Desatención de los requerimientos CNMV	-	-	1	-
<b>Infracciones leves</b>	<b>1</b>	<b>-</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>Infracciones del artículo 89 de la LSA</b>	<b>3</b>	<b>-</b>	<b>1</b>	<b>-</b>

Fuente: CNMV.

En el curso del ejercicio, la CNMV concluyó 19 expedientes que incluían 31 infracciones. Cuatro de estos expedientes fueron iniciados en 2009, 14 en 2010 y uno en 2011. En el cuadro 14.2 puede consultarse la naturaleza de las infracciones tratadas en los diferentes expedientes sancionadores concluidos en 2011 y, en el anexo IV.2, un resumen de las resoluciones adoptadas por la CNMV. En cuanto a las sanciones, como se indica en el cuadro 14.3, se impusieron 51 multas, por un importe de 15.406.000 euros.

	2010			2011		
	Número	Importe <sup>1</sup>	Periodo <sup>2</sup>	Número	Importe <sup>1</sup>	Periodo <sup>2</sup>
Multa	60	2.345	-	51	15.406	-
Separación/inhabilitación general	1	-	60	-	-	-
Amonestación pública	-	-	-	-	-	-

Fuente: CNMV. (1) Miles de euros. (2) Meses.

#### 14.1.2 Registro público de sanciones por infracciones graves o muy graves

El registro público de sanciones incorporó en 2011 las siguientes resoluciones sancionadoras relativas a infracciones graves o muy graves:

- Resolución de 21 de enero de 2011, de la CNMV, por la que se publican las sanciones por infracciones graves impuestas a la
- Resolución de 21 de enero de 2011, de la CNMV, por la que se publica la sanción por infracción muy grave impuesta a la entidad
- Resolución de 3 de marzo de 2011, de la CNMV, por la que se publican las sanciones por infracciones muy graves impuestas a la y a los miembros de su Consejo de administración.
- Resolución de 14 de abril de 2011, de la CNMV, por la que se publican las sanciones por infracciones muy graves impuestas a
- Resolución de 16 de junio de 2011, de la CNMV, por la que se publican las sanciones por infracciones muy graves impuestas a y a su presidente y consejero delegado.
- Resolución de 16 de junio de 2011, de la CNMV, por la que se publican las sanciones por infracciones muy graves impuestas a y a su presidente, consejero delegado y director general.
- Resolución de 16 de junio de 2011, de la CNMV, por la que se publican las sanciones por infracciones graves impuestas a y a su presidente, su consejero delegado y su director general.
- Resolución de 16 de junio de 2011, de la CNMV, por la que se publica la sanción por infracción muy grave impuesta a
- Resolución de 18 de octubre de 2011, de la CNMV, por la que se publican las sanciones por infracciones graves impuestas a
- Resolución de 18 de octubre de 2011, de la CNMV, por la que se publican las sanciones por infracciones muy graves impuestas a

- Resolución de 18 de octubre de 2011, de la CNMV, por la que se publican las sanciones por infracciones graves impuestas a
- Resolución de 18 de octubre de 2011, de la CNMV, por la que se publica la sanción por infracción muy grave impuesta a
- Resolución de 18 de octubre de 2011, de la CNMV, por la que se publican las sanciones por infracciones graves impuestas a

### 14.1.3 Criterios de interés

Normas de conducta en la prestación de servicios financieros: evaluación de la conveniencia y de la idoneidad

La normativa MiFID, de aplicación desde 2007, introdujo novedades en diversos ámbitos relacionados con las entidades que prestan servicios de inversión. Así, la ya existente obligación por parte de las entidades de conocer al cliente para determinar si los servicios que se van a prestar o los productos propuestos son adecuados, se concreta formalmente en dos tipos de análisis o evaluaciones específicos que deben realizar las entidades según el servicio que se vaya a prestar, conocidos como test de conveniencia y test de idoneidad.

En la legislación española, ambos análisis se recogen en la Ley del Mercado de Valores y en 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. Así, la evaluación de la idoneidad se establece en el artículo 79 bis, apartado 6, de la LMV. Dicho artículo señala que, cuando se preste el servicio de asesoramiento en materia de inversión o de gestión de carteras, la entidad deberá obtener la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia del cliente, incluidos en su caso los clientes potenciales, en el ámbito de inversión correspondiente al tipo de producto o de servicio concreto de que se trate, así como sobre la situación financiera y los objetivos de inversión de aquel, con la finalidad de que la entidad pueda recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan. Cuando la entidad no obtenga esta información, no recomendará servicios de inversión o instrumentos financieros al cliente o posible cliente.

Por su parte, el artículo 79 bis, apartado 7, de la LMV establece de forma análoga la evaluación de la conveniencia, aplicable en la prestación de servicios de inversión distintos de los del asesoramiento o la gestión de carteras. Su objetivo es que la entidad obtenga los datos necesarios para valorar si, en su opinión, el cliente tiene los conocimientos y experiencia necesarios para comprender la naturaleza y riesgos del servicio o producto ofrecido, advirtiéndole en aquellos casos en que juzgue que el producto no es adecuado.

Estas disposiciones y su alcance vienen complementadas por lo previsto en los artículos 72,73 y 74 del Real Decreto 217/2008.

En línea con lo anterior, han de considerarse las Guías publicadas por la CNMV, que aun sin tener carácter normativo y, por lo tanto, no establecer nuevas obligaciones, tienen como finalidad transmitir al sector y, en concreto, a las entidades que prestan servicios de inversión, pautas que el organismo supervisor considera adecuadas para el cumplimiento de sus obligaciones, así como facilitar su comprensión y la adaptación de las entidades a las exigencias de la normativa en vigor. Hasta la fecha, la CNMV ha publicado tres Guías sobre esta materia<sup>1</sup>.

El incumplimiento de las obligaciones previstas en el artículo 79 bis de la LMV viene recogido como infracción en el mismo texto legal. En concreto, tal incumplimiento se tipifica como infracción muy grave con carácter general, en el artículo 99 z) bis, como infracción grave cuando la inobservancia sea ocasional o aislada (artículo 100 t) y como infracción leve cuando el incumplimiento sea singular en el marco de una relación de clientela (artículo 101).

En 2011 la CNMV acordó la incoación de dos expedientes sancionadores a entidades de crédito por la presunta comisión de infracciones muy graves en esta materia.

### **Confluencia de procedimiento sancionador y procedimiento penal y suspensión del procedimiento administrativo**

Con los elementos diferenciadores que la normativa contempla, determinadas conductas se encuentran tipificadas como infracción, en las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores, y como delito, en el Código Penal vigente.

El artículo 96 de la Ley del Mercado de Valores prevé que «el ejercicio de la potestad sancionadora a que se refiere la presente Ley será independiente de la eventual concurrencia de delitos o faltas de naturaleza penal». No es por tanto incompatible la incoación de un procedimiento administrativo sancionador y la tramitación de un proceso penal; tampoco la licitud penal y la ilicitud administrativa por unos mismos hechos. No obstante, el mismo artículo señala también que «cuando se esté tramitando un proceso penal por los mismos hechos o por otros cuya separación de los sancionables con arreglo a esta ley sea racionalmente imposible, el procedimiento quedará suspendido respecto de los mismos hasta que recaiga pronunciamiento firme de la autoridad judicial. Reanudado el expediente, en su caso, la resolución que se dicte deberá respetar la apreciación de los hechos que contenga dicho pronunciamiento».

Por tanto, incoado un procedimiento administrativo sancionador, si se tuviese conocimiento de la tramitación de un proceso penal sobre los mismos hechos enjuiciados en aquel o sobre otros hechos cuya separación de los sancionables fuese racionalmente imposible, debe suspenderse dicho procedimiento administrativo hasta que la autoridad judicial se pronuncie en firme sobre el caso, con el fin de garantizar la prevalencia del proceso penal respecto del administrativo. De ahí que, conforme al último inciso del citado artículo, se especifique que, reanudado el expediente una vez recaído tal pronunciamiento firme, la resolución administrativa deberá respetar la apreciación de los hechos probados en sede penal.

---

1 Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad, de 17 de junio de 2010; Guía sobre catalogación de los instrumentos financieros como complejos o no complejos, de 14 de octubre de 2010; y Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión, de 23 de diciembre de 2010.

El Real Decreto 1398/1993, aplicable supletoriamente ante el silencio sobre esta cuestión del Real Decreto 2119/1993, de 3 de diciembre, regulador del procedimiento sancionador aplicable a los sujetos que actúan en los mercados financieros, concreta como ha de cumplirse la obligación impuesta en el artículo 96 de la LMV. Así, el artículo 7 del citado Real Decreto señala en su apartado 1 *in fine* que «cuando los órganos competentes tengan conocimiento de que se está desarrollando un proceso penal sobre los mismos hechos, solicitarán del órgano judicial comunicación sobre las actuaciones adoptadas».

Recibida la comunicación referida, si se aprecia que concurren las circunstancias establecidas por el artículo 96 de la LMV, el órgano competente deberá proceder a suspender el procedimiento administrativo sancionador, entendiéndose por tal, de acuerdo con el artículo 7.2 del Real Decreto 1398/1993, el órgano competente para la resolución de dicho procedimiento.

Así pues, cuando se trate de expedientes sancionadores por infracciones muy graves, corresponde acordar la suspensión del procedimiento al Ministro de Economía y Competitividad y, cuando se trate de infracciones graves y leves, al Consejo de la CNMV, de acuerdo con lo previsto en el artículo 97 de la LMV.

En 2011 se incoaron tres procedimientos sancionadores en los que concurría el presupuesto contemplado en las normas citadas. Por tal motivo, estos procedimientos administrativos han sido suspendidos hasta que exista un pronunciamiento firme de la autoridad judicial.

#### **14.2 Servicio contencioso: revisión judicial de resoluciones sancionadoras y otras actuaciones ante los órganos jurisdiccionales**

En 2011 se interpusieron once recursos administrativos ante el antiguo Ministerio de Economía y Hacienda contra resoluciones sancionadoras (tres de alzada y ocho de reposición), diez de los cuales se resolvieron en el mismo ejercicio. Además, el Ministerio resolvió un recurso de alzada y otro de reposición interpuestos en el ejercicio 2010. En cuanto a los recursos administrativos cuya resolución es competencia de la CNMV, en 2011 se formularon dos recursos de reposición, uno en materia sancionadora, resuelto en el mismo ejercicio, y otro contra el acuerdo de archivo de una denuncia, que se encuentra pendiente de resolución (véase cuadro 14.4). En todos los casos, los recursos interpuestos fueron desestimados.

En vía judicial se interpusieron 26 recursos contencioso-administrativos, 19 de ellos contra resoluciones sancionadoras y siete contra otras resoluciones de la CNMV. Asimismo, los tribunales dictaron 19 resoluciones (14 sentencias, cuatro decretos de archivo de actuaciones y un auto de inadmisión), nueve de las cuales se referían a resoluciones sancionadoras. De las seis sentencias dictadas por la Audiencia Nacional relativas a expedientes sancionadores, cinco confirmaron íntegramente las resoluciones recurridas y una anuló una de las sanciones impuestas. Por su parte, el Tribunal Supremo dictó dos sentencias que confirmaron las resoluciones sancionadoras y admitió un recurso de casación, interpuesto contra una sentencia de la Audiencia Nacional que ratificaba una resolución sancionadora (véanse cuadro 14.4 y anexo III.3).

Por lo que se refiere a las sentencias dictadas en procedimientos interpuestos contra otras resoluciones de la CNMV, todas ellas fueron favorables a este organismo con

la excepción de una sentencia de la Audiencia Nacional contra la que se interpuso recurso de casación ante el Tribunal Supremo. Entre estas sentencias destacaron dos de la Audiencia Nacional en las que se confirmaba la autorización de una suspensión del reembolso de las participaciones de un fondo de inversión y el acuerdo de archivo de una denuncia, respectivamente. También resultaron especialmente relevantes dos sentencias del Tribunal Supremo que declararon la inexistencia de responsabilidad patrimonial de la CNMV por su actuación en relación con una agencia de valores y por la publicación de una nota de prensa, respectivamente. Por último, cabe mencionar que la Audiencia Nacional dictó cuatro decretos de archivo, todos ellos por desistimiento de los recurrentes.

Asimismo, y dando cumplimiento al principio general imperativo de prestar la colaboración requerida a jueces y tribunales, los expertos de la CNMV prestaron asistencia, en el ejercicio de sus funciones, a jueces y tribunales de toda índole, si bien destacó la cooperación con el orden jurisdiccional penal, fundamentalmente en procesos relativos a posibles delitos de estafa o apropiación indebida y de uso de información privilegiada. En 2011 se tramitaron un total de 161 solicitudes de colaboración, correspondiendo el mayor número de peticiones, un total de 111, a la jurisdicción civil. Tales peticiones versaron, fundamentalmente, sobre notificaciones de embargos (cuya competencia corresponde a las sociedades rectoras), sobre identificación de los valores titularidad de personas o entidades (cuestión cuyo conocimiento corresponde a las entidades depositarias de dichos valores) y sobre la práctica de pruebas en procedimientos de diversa índole interpuestos ante distintas instancias judiciales, con solicitud de datos o documentación.

#### Procedimientos en los que ha intervenido la CNMV en 2011

CUADRO 14.4

	Interpuestos	Resueltos
<b>Recursos administrativos</b>	<b>13</b>	<b>13</b>
Alzada	3	4
Reposición	10	9
<b>Recursos contencioso-administrativos</b>	<b>26</b>	<b>19</b>
	<b>Solicitudes tramitadas</b>	
<b>Colaboración con tribunales</b>		<b>161</b>

Fuente: CNMV.

### 14.3 Denuncias

Durante el año 2011 se presentaron en la CNMV un total de dieciséis denuncias (cinco de ellas acumuladas en su tramitación por hechos coincidentes), la mayoría de las cuales se dirigían contra sociedades emisoras o cotizadas en relación con el presunto incumplimiento de sus obligaciones. El resto de las denuncias se dirigieron contra entidades bancarias o cajas de ahorro, en tanto que proveedores de servicios de inversión, sociedades y agencias de valores, sociedades gestoras de IIC y ECR y otro tipo de entidades.

## Denuncias realizadas en 2011

CUADRO 14.5

<b>Entidades contra las que se denuncia</b>	
Bancos y cajas de ahorro	3
Sociedades y agencias de valores	2
Emisores de valores /sociedades cotizadas	8
Sociedades gestoras de IIC	1
Sociedades gestoras de ECR	1
Otros	1
<b>Total</b>	<b>16</b>
<b>Contenido de las denuncias</b>	
Operaciones de mercado	5
Normas de conducta	5
Abuso de mercado, de las cuales:	3
Información relevante	2
Prácticas manipuladoras	1
Obligaciones de ECR	1
Obligaciones de entidades de titulización	1
Obligaciones de sociedades y agencias de valores	1
<b>Total</b>	<b>16</b>
<b>Situación de las denuncias a 31-12-2011</b>	
En trámite	12 <sup>1</sup>
Resueltas	4
<b>Total</b>	<b>16</b>

Fuente: CNMV. (1) Cinco de estas denuncias se están tramitando de manera unificada.

En cuanto a las materias objeto de denuncia, estas se centraron sustancialmente en tres aspectos: presuntos incumplimientos de obligaciones en el marco de operaciones de mercado, normas de conducta exigibles a las entidades sometidas a supervisión y actividades relacionadas con el abuso de mercado en diferentes versiones (inadecuada comunicación de información relevante y prácticas manipuladoras).

Por lo que respecta al estado de tramitación de las denuncias, al cierre del ejercicio se había completado la tramitación de cuatro de las 16 denuncias presentadas durante el mismo, a las que deben añadirse otras cuatro cerradas en el primer trimestre de 2012. Las ocho restantes siguen en trámite a dicha fecha (cinco de ellas de forma conjunta, como se ha señalado).

### 14.4 Cooperación internacional en materia de investigación

La CNMV cursó durante el pasado ejercicio 25 solicitudes de colaboración a reguladores extranjeros en materia de investigación (22 en 2010) y tramitó, a su vez, 35 solicitudes del mismo tipo que le fueron dirigidas por otros reguladores (39 en el año 2010).

Al igual que en años anteriores, aproximadamente, dos terceras partes de las solicitudes de colaboración recibidas de otros reguladores correspondieron a asuntos relacionados con la investigación de prácticas de abuso de mercado, mientras que el resto se referían a investigaciones sobre actividades realizadas en el mercado de va-

lores sin la preceptiva habilitación. En cuanto a las solicitudes de colaboración remitidas por la CNMV a sus homólogos extranjeros, aproximadamente, la mitad correspondieron a asuntos relacionados con la investigación de prácticas de abuso de mercado, y la otra mitad a investigaciones sobre entidades sin habilitación.

#### 14.5 Advertencias sobre entidades no autorizadas

A través de su sitio web, la CNMV publica advertencias dirigidas a los inversores sobre entidades no registradas que han sido detectadas por la propia CNMV o por otros supervisores.

En el año 2011 se difundieron las siguientes advertencias (véase anexo IV.4):

- 32 advertencias en las que se alertaba contra otras tantas entidades, en virtud de lo establecido en el artículo 13 de la LMV, que encomienda a la CNMV velar por la protección de los inversores promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para la consecución de este fin.
- 590 comunicaciones, procedentes principalmente de organismos supervisores de países miembros de la Unión Europea, que se referían a entidades no autorizadas, y otras siete incluidas en el apartado «Otras advertencias», con alertas que se referían a determinadas conductas o actuaciones irregulares.

Desde 2010, IOSCO pone a disposición del público, a través de su página web, un servicio de alerta sobre entidades no habilitadas que contiene advertencias emitidas por los miembros de esta organización. Dado que no todas las advertencias emitidas por los miembros de IOSCO son a su vez comunicadas a la CNMV, se recomienda visitar la página web de IOSCO, [http://www.iosco.org/investor\\_alerts/](http://www.iosco.org/investor_alerts/) para obtener mayor información sobre este tipo de sociedades.



La actividad internacional de la CNMV fue particularmente intensa en 2011. Así, por una parte, se ha multiplicado la actividad relacionada con IOSCO tras la elección del Vicepresidente de la CNMV como Vicepresidente del Comité Técnico de esta organización. Por otra parte, junto al aumento de la carga de trabajo en el ámbito internacional derivada del inicio de las actividades de ESMA, cabe añadir la derivada de la elección de la CNMV como miembro del Comité Ejecutivo (Management Board) de esta autoridad, que requiere la asistencia y preparación de un mínimo de seis reuniones anuales. Esta última responsabilidad fue renovada por un periodo de 30 meses el 12 de abril de 2012.

La actividad internacional de la CNMV ha requerido, en muchos casos, una estrecha coordinación con el Banco de España y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, así como con la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera. Esta coordinación ha sido particularmente importante en relación con la puesta en marcha de las nuevas agencias europeas de supervisión financiera<sup>1</sup>, así como con la elaboración de nuevas normas comunitarias, entre ellas el segundo Reglamento sobre agencias de calificación crediticia y el Reglamento del Consejo y el Parlamento sobre las ventas en corto y algunos aspectos sobre las permutas financieras de crédito (CDS), así como el inicio de la revisión de las directivas MIFID y MAD (Directiva de Abuso de Mercado).

También hay que mencionar que la CNMV participa en las reuniones de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, cuyo Consejo General se reúne, como mínimo, cuatro veces al año. Asimismo, la asistencia al Consejo de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board, FSB) y los trabajos de IOSCO han demandado recursos adicionales de la CNMV en áreas tales como la titulización, la denominada «banca en la sombra» (*shadow banking*) y, especialmente, la coordinación internacional para la elaboración de estándares sobre derivados OTC. En relación con estos últimos, cabe señalar que el G-20 y el FSB han reiterado su petición de que se produzca la mayor convergencia posible de los estándares en las distintas áreas geográficas y que se pueda cumplir el plazo señalado, finales de 2012, para que la mayoría de los derivados OTC se negocien en plataformas electrónicas transparentes y se compensen, siempre que sea posible, en cámaras de contrapartida central.

### 15.1 Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA)

El 1 de enero de 2011 entró en vigor la nueva estructura de supervisión financiera europea acordada por los Estados Miembros, dentro de la cual se enmarca ESMA. De esta manera culminaba el proceso iniciado en 2010 para la transforma-

---

1 Además de ESMA, la Autoridad Europea de Banca y la Autoridad Europea de Seguros y Fondos de Pensiones.

ción del Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) en ESMA. Cabe destacar, entre los aspectos más significativos de este proceso, la definición de la estructura de gobierno de esta nueva autoridad, cuyos principales órganos son el Consejo de Supervisores (Board of Supervisors) y el Consejo Ejecutivo (Management Board).

El Consejo de Supervisores, que es el órgano de decisión, está compuesto por los presidentes de las autoridades competentes de los 27 países miembros o, en su caso, por los representantes elegidos por el consejo de la autoridad nacional. También forman parte de este órgano un observador de la Comisión Europea, un representante de cada una de las otras dos autoridades supervisoras del sector financiero (banca y seguros), un representante del ESRB y el presidente de ESMA.

Del Consejo Ejecutivo forman parte el presidente de la Autoridad y seis consejeros seleccionados entre los miembros del Consejo de Supervisores. Su misión es desarrollar el programa de trabajo y la gestión del presupuesto y del personal de la institución. Durante el primer año de vida de ESMA, el Consejo Ejecutivo tuvo que prestar una atención especial, entre otros asuntos, al establecimiento de los procedimientos y reglas de funcionamiento interno y a la configuración del organigrama de la institución.

Como complemento a esta estructura y de acuerdo con el Reglamento de ESMA, se creó un grupo representativo de los participantes del mercado (*Securities and Markets Stakeholder Group*), al que ESMA debe consultar en relación con la elaboración de sus estándares técnicos, directrices y recomendaciones. Asimismo, se estableció un comité de apelación común para las tres autoridades europeas supervisoras del sector financiero, al que se pueden dirigir quienes se sientan perjudicados por las decisiones de ESMA.

Por último, para desarrollar el programa de trabajo, ESMA cuenta con grupos permanentes (*standing committees*) y grupos de trabajo *ad hoc* (*task forces*). La actividad de estos grupos en 2011 estuvo marcada por el desarrollo de los cambios normativos puestos en marcha en el contexto de la respuesta a la crisis financiera, así como por diversos desarrollos acaecidos durante ese ejercicio. A continuación, se describen las principales líneas de trabajo de estos grupos durante 2011.

### Información financiera

El comité permanente de información financiera continuó participando en el proceso de reforma de las normas internacionales de información financiera elaboradas por el Comité de Normas Internacionales de Contabilidad (International Accounting Standards Board, IASB). En concreto, a la vista de las dificultades en la aplicación de la norma internacional de información financiera número 8 (IFRS 8), relativa a la información por segmentos de negocio, en noviembre se remitió un informe al IASB con una propuesta de mejora sobre esta norma.

Asimismo, cabe destacar los comentarios enviados al IASB, solicitados para la elaboración de su agenda de los próximos tres años. Entre otros comentarios, ESMA sugiere ralentizar la introducción de nuevos cambios en las normas de contabilidad, para centrarse en la implantación y aplicación sistemática de las normas vigentes.

En relación con la convulsa situación de los mercados de deuda soberana europeos, en el mes de julio se hizo una declaración pública en la que se subrayaba la necesidad de que las compañías cotizadas aumentaran la transparencia sobre sus carteras de este tipo de activos en sus estados contables periódicos, así como la importancia de que aplicaran correctamente los IFRS. Como complemento, en noviembre se hizo una nueva declaración en la que se abordaba específicamente la situación de la deuda soberana griega y se proporcionaban criterios que, según ESMA, emisores y auditores deberían tener en cuenta para preparar las cuentas anuales del ejercicio 2011.

### Mercados secundarios y ESMAPOL

En diciembre de 2011 se publicó el informe de un grupo de trabajo sobre microestructura de mercados, en el que se recogían posibles recomendaciones dirigidas a plataformas de negociación, intermediarios y supervisores sobre el funcionamiento y el control de los sistemas automatizados. Sobre la base de este documento, ESMA publicó en febrero de 2012 un conjunto de directrices<sup>2</sup>. Se acordó que estas directrices entrasen en vigor el 1 de mayo de 2012.

Dentro de esta área, es importante citar también la labor realizada por un grupo de trabajo sobre suspensiones de cotización y levantamientos de suspensión, que revisó el protocolo de CESR de mayo de 2008 sobre la materia. Sobre la base de sus aportaciones, ESMA acordó crear un sistema automatizado centralizado de comunicación de decisiones de suspensiones y exclusiones mediante una página web. Actualmente se está trabajando en el diseño técnico de este sistema.

La revisión de los mecanismos de exoneración de los requisitos de pretransparencia en los mercados (*waivers*) fue otro de los temas más relevantes del año. Este trabajo, continuación de la labor desarrollada por CESR en este ámbito, dio lugar a la publicación de un informe en diciembre, actualizado nuevamente en abril de 2012<sup>3</sup>.

Finalmente, en el marco de la elaboración de una regulación europea sobre ventas en corto, se creó un grupo de trabajo con el objetivo de desarrollar los estándares técnicos y el asesoramiento a la Comisión Europea en relación con esta normativa, aprobada finalmente en marzo de 2012 (véase el capítulo 2). En el primer trimestre de 2012 se sometieron a consulta pública dos documentos, el primero de ellos con la versión preliminar de los estándares técnicos y el segundo sobre el asesoramiento a la Comisión.

### Posnegociación

El desarrollo de los estándares técnicos del futuro Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado (EMIR) ha sido una de las principales líneas de trabajo del Comité Técnico de Posnegociación (PTSC) durante 2011. Para abordarlo se crearon tres grupos de trabajo. Uno sobre derivados OTC, otro sobre registro de operacio-

---

2 *Guidelines on systems and controls in an automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities.* Puede consultarse en [http://www.esma.europa.eu/system/files/esma\\_2012\\_122\\_en.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/esma_2012_122_en.pdf)

3 *Waivers in pre-trade transparency. CESR positions and ESMA opinions.* Puede consultarse la versión actualizada, correspondiente a abril de 2012, en <http://www.esma.europa.eu/system/files/2011-241.pdf>

nes (*trade repositories*) y un tercero sobre requisitos para las entidades de contrapartida central (*central counterparties*). Según lo previsto en el borrador del Reglamento, ESMA ha desarrollado los pertinentes mecanismos de colaboración para que el Sistema Europeo de Banco Centrales participe en el desarrollo de los borradores de algunos de estos estándares. Con el fin de recabar la opinión de los participantes en los mercados, en febrero de 2012 se publicó un documento a consulta sobre este asunto.

Otra línea de trabajo importante de este grupo fue el análisis del acuerdo marco de TARGET2-Securities (TS2) entre los depositarios centrales de valores y el Eurosistema. La adhesión de los depositarios centrales de valores al proyecto T2S se formalizará mediante su firma. El 30 de junio de 2012 es la fecha límite para la adhesión.

Por último, cabe destacar los comentarios elaborados por el Comité Técnico en respuesta a la consulta de la Comisión Europea en relación a la propuesta de regulación sobre Depositarios Centrales de Valores (*central securities depositories, CSD*), cuya aprobación se espera que se produzca a principios de 2012.

### Instituciones de inversión colectiva

La principal línea de trabajo del Comité Permanente de Instituciones de Inversión Colectiva en 2011 ha sido el asesoramiento a la Comisión Europea sobre el desarrollo de nivel 2 de la Directiva de Gestores de Fondos de Inversión Alternativa. Este trabajo culminó con la aprobación en noviembre de un informe que se remitió a la Comisión Europea (*Final report - ESMA's technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive*)<sup>4</sup>.

Asimismo, cabe destacar la aprobación de las recomendaciones para el cálculo de la exposición global de las UCITS estructuradas. Por último, como respuesta a la preocupación del FSB, el Comité ha trabajado en la elaboración de unas directrices sobre fondos de inversión cotizados (*exchange-traded funds, ETF*) y organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (*undertakings for collective investment in transferable securities, UCITS*) estructurados, sobre las que puso un documento a consulta en enero de 2012.

### Agencias de calificación crediticia

Las líneas de trabajo en esta área han estado marcadas por la modificación de la regulación existente<sup>5</sup>, de acuerdo con la cual, a partir de julio de 2011, ESMA asumía la responsabilidad exclusiva de registro y supervisión de las agencias de calificación crediticia (CRA, por sus siglas en inglés) en la Unión Europea. Así, cabe destacar durante el pasado ejercicio la aprobación de los primeros estándares técnicos regulatorios elaborados por ESMA sobre la información que deben aportar las agencias de calificación para su autorización, la información periódica que deben remitir y la evaluación de la metodología que emplean. Tales estándares se hallan pendientes de aprobación por parte de la Comisión.

4 Disponible en [http://www.esma.europa.eu/system/files/2011\\_379.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2011_379.pdf)

5 Reglamento 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las agencias de calificación crediticia.

Uno de los aspectos que ha suscitado más debate en el proceso de implantación de la regulación de las agencias ha sido el sistema de reconocimiento por la Unión Europea de las calificaciones crediticias emitidas en terceros países. En 2011 se concluyó este proceso de forma favorable para algunas jurisdicciones, pero para otras está todavía pendiente de aprobación. El uso de calificaciones procedentes de los países que se encuentren en esta última situación finaliza en abril de 2012.

## Otros trabajos

En el marco de las atribuciones de ESMA en relación con el riesgo sistémico, el Comité de Análisis Económico y de los Mercados (CEMA) prestó atención, entre otros temas, a la aplicación de ejercicios de resistencia (*stress tests*) en el ámbito de la supervisión de valores, la relación entre las permutas de incumplimiento crediticio (*credit default swaps*, CDS) y bonos soberanos, el mercado de titulización y la rentabilidad de los productos estructurados, además de comenzar nuevas líneas de trabajo, como la relativa a la negociación de alta frecuencia.

En relación con la Directiva de folletos se crearon tres grupos de trabajo dentro del Comité permanente de finanzas corporativas para desarrollar la primera parte del asesoramiento a la Comisión Europea sobre actos delegados contenidos en dicha directiva. El documento final sobre esta primera parte del asesoramiento se aprobó en septiembre.

Para la implementación del artículo 9 del Reglamento de ESMA se creó un grupo de trabajo que, entre otras cosas, sentó las bases para la creación del Comité de innovación financiera previsto en el citado artículo. Este comité tiene como misión buscar un enfoque coordinado en la regulación y supervisión de actividades financieras innovadoras.

Dentro del Comité de intermediarios y protección al inversor, en abril se creó un grupo de trabajo permanente con la intención de intercambiar puntos de vista y debatir cuestiones prácticas sobre supervisión. Asimismo, en el seno de este mismo comité, se creó un grupo de trabajo para desarrollar directrices sobre la función de cumplimiento, los requisitos de idoneidad y las políticas de remuneraciones. El documento de directrices sobre la función de cumplimiento y el relativo a la idoneidad se pusieron a consulta pública en diciembre<sup>6</sup>.

En 2011, se aprobó la metodología de trabajo del grupo de expertos que, continuando con la tarea que se hacía en CESR, lleva a cabo la evaluación de la aplicación de la regulación financiera europea (*review panel*). Durante este año, este grupo ha trabajado, entre otras cosas, en el desarrollo y aplicación de buenas prácticas en relación a la Directiva de folletos y en la aplicación de sanciones.

Haciéndose eco de la preocupación suscitada a escala internacional respecto a los mercados de materias primas (*commodities*), ESMA creó en septiembre un grupo de trabajo de carácter temporal para que, en lo relacionado con estos mercados, apoye al resto de comités permanentes, asesore a la Comisión Europea, analice los desarrollos regulatorios, recopile información y fomente la cooperación con otros reguladores (por ejemplo, los del sector energético).

---

6 Puede obtenerse un enlace a ambos documentos en <http://www.cnmv.es/Portal/publicaciones/listado-documentos.aspx?tDoc=3>

## 15.2 Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)

En relación con las actividades de IOSCO desarrolladas durante 2011, uno de los hechos más destacados fue la aprobación de la metodología para la implantación y evaluación de los principios que habían sido actualizados en 2010, referidos a diversos ámbitos de la regulación en valores, fondos de inversión alternativa y agencias de calificación. La metodología aprobada por IOSCO es utilizada por el Fondo Monetario Internacional en el marco de su programa de evaluaciones del sector financiero (Financial Sector Assessment Program, FSAP). También cabe señalar, como un rasgo destacado durante el pasado ejercicio, la creciente implicación de IOSCO en la identificación y seguimiento del riesgo sistémico, de acuerdo con las indicaciones del G-20 y el FSB. En particular, dentro de esta tarea, es de destacar que el grupo permanente de riegos y análisis de IOSCO inició la elaboración de indicadores de riesgo sistémico y de evaluación de su impacto basados en los mercados de valores.

Conforme a lo previsto en el plan estratégico de la organización para el periodo 2010-2015, IOSCO puso en marcha durante el pasado ejercicio una profunda reforma de sus órganos directivos, acordándose la fusión de los actuales comités Técnico y Ejecutivo en un nuevo comité directivo, que se denominará Consejo de IOSCO (IOSCO Board). El Consejo, que se constituirá formalmente en mayo de 2012, adoptará una composición transitoria durante el periodo 2012-2014, mientras se determinan los criterios definitivos que se utilizarán en la elección de sus miembros. Este primer consejo de carácter transitorio estará formado por los 18 miembros del actual Comité Técnico, que representan a los mercados de valores más desarrollados, más doce nuevos miembros, tres por cada comité regional, que serán elegidos en mayo de 2012.

Como se ha señalado, en 2011 se produjo la elección del Vicepresidente de la CNMV como Vicepresidente del Comité Técnico de IOSCO. Es la primera vez que la CNMV recibe tal designación desde su incorporación, en 1990, a los órganos de dirección de IOSCO. La vicepresidencia del Comité Técnico lleva aparejadas importantes responsabilidades, como la asistencia a los plenarios del FSB y de la Junta de Control (*Monitoring Board*), que es el comité encargado del control de los órganos de gobierno del IASB, así como la presidencia del Grupo de Control (*Monitoring Group*) y de la Junta de Supervisión del Interés Público (*Public Interest Oversight Board*; véase el recuadro 15.1).

Por último, cabe señalar que la CNMV, en colaboración con representantes de diversos ministerios del Gobierno de España, ha participado en la elaboración y firma de un «acuerdo de sede» entre el Reino de España e IOSCO para dar cumplimiento a los compromisos asumidos tras el establecimiento de la sede de la Secretaría General de la organización en Madrid.

### El Grupo de Control (Monitoring Group)

RECUADRO 15.1

El Grupo de Control fue formalmente constituido en 2009 por diversos organismos financieros internacionales como un grupo de interés público para el desarrollo de estándares de calidad en materia de auditoría. Sus miembros actuales son el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés), la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS), la Comisión Europea, el Foro Internacional de Reguladores Independientes

en materia de auditorías (IFIAR), IOSCO, el FSB y el Banco Mundial. En sus estatutos se prevé la incorporación de nuevos miembros y observadores.

De acuerdo con sus estatutos, los objetivos del Grupo de Control son los siguientes:

- Cooperar en la promoción de estándares internacionales de elevada calidad en el ámbito de la auditoría, incluyendo los aspectos éticos y de formación de sus profesionales.
- Supervisar la implantación y evaluar la eficacia de las reformas adoptadas en el ámbito de la Federación Internacional de Contables (IFAC) en 2003, así como otros aspectos de las actividades de IFAC que afecten al interés público. IFAC dispone de tres comités de interés público especializados, el International Auditing and Assurance Standards Board, el Ethics Standards Board for Accountants y el International Accounting Education Standards Board, que emiten estándares internacionales en material de auditoría y garantías, ética y formación para profesionales, respectivamente. Las reformas de 2003 tuvieron como objetivo asegurar que los estándares emitidos por estos comités reflejasen el interés público y establecer un seguimiento sobre el cumplimiento de los mismos.
- Nombrar a los miembros de la Junta de Supervisión del Interés Público (PIOB), mediante la participación en su Comité de nombramientos. El PIOB es un organismo independiente respecto a la profesión contable que fue constituido en 2005 para efectuar un seguimiento de las actividades de interés público de los tres comités de fijación de estándares del IFAC mencionados anteriormente. Su sede se halla en Madrid.
- Supervisar la ejecución de los mandatos dados al PIOB y asesorarle en relación con sus funciones de seguimiento en materia de interés público.
- Discutir problemas y compartir puntos de vista en relación con la calidad de la auditoría y de los desarrollos del mercado susceptibles de tener un efecto sobre ella.

### Actividades directamente asociadas a la reforma financiera internacional

Desde el inicio de la crisis financiera, una parte notable de la actividad de IOSCO se ha enmarcado en la agenda internacional impulsada por el G-20. En este ámbito, durante el pasado ejercicio destacaron los trabajos relacionados con los tres ámbitos siguientes: i) las actividades financieras fuera del perímetro de regulación (*shadow banking* e instituciones financieras no bancarias sistémicamente importantes), donde cabe mencionar el desarrollo de posibles recomendaciones o regulación para los fondos del mercado monetario, las titulizaciones, el préstamo de valores y repos y los *hedge funds*; ii) los derivados OTC, donde ya se han realizado trabajos sobre información de operaciones, diferentes tipos de plataformas de negociación y requisitos para la liquidación obligatoria de las operaciones; y iii) materia primas (*commodities*), donde hay que señalar la publicación de principios para la regulación y supervisión de productos derivados.

En conexión con el mercado de materias primas, debe señalarse también que el G-20 ha pedido a IOSCO y a otros organismos internacionales que elaboren las recomendaciones necesarias para mejorar la difusión de los precios del petróleo.

Finalmente, IOSCO ha elaborado un informe sobre recomendaciones para las infraestructuras financieras de mercado que se ha sometido a consulta en 2011. El informe final, junto con la metodología, se hizo público en abril de 2012.

### Contabilidad, auditoría y difusión de información

IOSCO continuó llevando un estrecho seguimiento de los problemas en materia contable y participando activamente en las reformas de este campo, a través de sus comentarios a las propuestas de normas y documentos sometidos a consulta por el IASB. En el ámbito de la auditoría, cabe destacar el inicio de un proyecto en colaboración con el IASB para revisar el código ético de los auditores. Finalmente, en materia de difusión de información, IOSCO siguió trabajando en la elaboración de recomendaciones sobre la información financiera periódica, incluidos los hechos relevantes que deben publicar las estructuras de titulización, con el objetivo de homogeneizar y estandarizar criterios para la difusión de dicha información. La finalización de los trabajos en este campo está prevista en 2012.

### Mercados

En esta área destaca la publicación de dos informes. El primero de ellos, denominado *Principles of dark liquidity*, establece una serie de recomendaciones para reducir el impacto negativo que producen los sistemas de negociación denominados *dark pools*, en cuanto a la transparencia, la fragmentación de la información y la pérdida de capacidad para supervisar estos sistemas. El segundo documento (*Regulatory issues raised by the impact of technological changes on market integrity and efficiency*) analiza la actual situación de los mercados financieros y los cambios más significativos derivados de la innovación tecnológica y describe una serie de herramientas potenciales para el ejercicio de la supervisión<sup>7</sup>.

### Intermediarios

En el ámbito de los intermediarios, IOSCO trabajó en la elaboración de recomendaciones en relación con la idoneidad de los intermediarios, las distintas categorías de inversores no minoristas, la distinción entre instrumentos complejos y no complejos, la prestación de servicios que no requieren asesoramiento y las obligaciones de los intermediarios cuando una operación no es idónea para el inversor. Como resultado de este trabajo, en febrero de 2012 se sometió un documento a consulta pública (*Suitability requirements with respect to the distribution of complex financial products*)<sup>8</sup>.

---

7 El primer documento puede consultarse en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD353.pdf> y el segundo en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD361.pdf>

8 <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD373.pdf>

Durante el pasado ejercicio, IOSCO trabajó en el desarrollo de recomendaciones para los casos en que se produzcan suspensiones de reembolso de participaciones en instituciones de inversión colectiva. El informe final con dichas recomendaciones se publicó en enero de 2012 (*Principles of suspensions of redemptions in collective investment schemes*)<sup>9</sup>. También se trabajó en un segundo documento para actualizar las recomendaciones sobre valoración de activos de las IIC elaboradas en 1999 (*Consultation report on principles for the valuation of investment collective schemes*) y que fue sometido a consulta pública en los primeros meses de 2012<sup>10</sup>.

## Agencias de calificación

IOSCO publicó en febrero de 2011 un informe sobre las iniciativas legislativas adoptadas recientemente en este ámbito y su impacto sobre las agencias con actividades en distintas jurisdicciones (*Regulatory implementation of the Statement of Principles regarding the activities of credit rating agencies*)<sup>11</sup>. Además, en el documento se valora si la nueva legislación cumple los principios de calidad e integridad en el proceso de calificación, independencia y gestión de conflictos de intereses, transparencia y puntualidad en la difusión de las calificaciones y confidencialidad de la información.

### 15.3 Foros internacionales intersectoriales

En este apartado destaca la actividad del Joint Forum (JF), en el que participan reguladores de banca, valores y seguros. Por parte española, participan en este foro, además de la CNMV, el Banco de España y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. Las actuaciones del JF volvieron a centrarse en 2011 en la revisión de la regulación internacional, en línea con la agenda promovida por el FSB.

Durante el ejercicio, el JF hizo público un informe sobre incentivos y conflictos de interés en relación con la titulización de activos (*Asset securitisation incentives*)<sup>12</sup> en el que, además de recopilar las iniciativas regulatorias de diferentes áreas geográficas, se emiten recomendaciones sobre el papel que la regulación puede jugar en el reestablecimiento ordenado del mercado de titulización.

También se finalizó durante el ejercicio un informe sobre medidas de apoyo intra-grupo (*Intra-group support measures*) que fue publicado en febrero de 2012<sup>13</sup>. El informe propone medidas para la gestión del capital y la liquidez en los grupos financieros en situaciones de crisis. El JF considera que esta iniciativa complementa el trabajo del FSB sobre resoluciones ordenadas de entidades financieras.

Finalmente, en diciembre de 2011 el JF sometió a consulta pública un informe que revisa los principios para la supervisión de conglomerados financieros (*Principles for the supervision of financial conglomerates*)<sup>14</sup>. El objetivo de la revisión es proveer

---

9 <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD367.pdf>

10 <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD370.pdf>

11 <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD346.pdf>

12 <http://www.bis.org/publ/joint26.pdf>

13 <http://www.bis.org/publ/joint28.pdf>

14 <http://www.bis.org/publ/joint27.pdf>

a los legisladores, reguladores y creadores de estándares internacionales de directrices y guías que conformen un marco de supervisión intersectorial que suplemente a los vigentes marcos sectoriales. La revisión propone que la supervisión tenga en cuenta las actividades desarrolladas por entidades no reguladas integradas en un conglomerado financiero y, adicionalmente, introduce principios relativos a gobierno corporativo y actualiza los relativos a gestión del riesgo y adecuación de capital.

#### 15.4 Otros foros

##### Mercado Ibérico de la Electricidad, MIBEL

El Consejo de Reguladores de MIBEL, compuesto por los reguladores energéticos y de valores de España y Portugal, y cuya presidencia rotatoria le ha correspondido a la CNMV, llevó a cabo en 2011, entre otras tareas, (i) la formalización y firma de un acuerdo multilateral de entendimiento para la cooperación e intercambio de información en el ámbito de MIBEL, suscrito por los reguladores energéticos y de valores de España y Portugal, (ii) el lanzamiento de la página web del mercado y (iii) una consulta pública sobre la regulación armonizada de la integración de las energías renovables en el MIBEL, tras la cual se elevará una propuesta a los Gobiernos de España y Portugal.

##### Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores (IIMV)

El IIMV es una fundación con plena independencia de la CNMV, que cuenta entre sus patronos a otros reguladores iberoamericanos y organismos supranacionales financieros, cuyo objetivo es impulsar los mercados de valores en Iberoamérica. La CNMV financia la actividad principal de la fundación, mientras que algunos patronos financian proyectos concretos.

En el año 2011, el IIMV realizó nueve actividades de formación y seis actividades de difusión y cooperación. Entre las primeras cabe reseñar la «Jornada sobre la adecuación del perfil inversor a la actividad inversora» y la «Jornada sobre la modernización de los mercados y los retos de la supervisión». Asimismo, el IIMV impartió el cuarto curso *on line* sobre normas internacionales de información financiera (NIIF/NIC). Respecto a las actividades de cooperación, cabe citar la publicación de un libro que recoge la situación de los sistemas de registro, compensación y liquidación en Iberoamérica.

##### Asociación de Reguladores de Valores del Mediterráneo

El principal objetivo de esta asociación es la convergencia de la regulación de los países miembros con la regulación europea y con los principios de IOSCO. Entre las actividades desarrolladas en 2011 dentro de este foro, destaca, en primer lugar, la realización de un seminario sobre inversión colectiva en el que se abordaron los desarrollos legislativos en curso en la Unión Europea en esta materia. También cabe mencionar que a finales de año se convocó una reunión de presidentes que, entre otros objetivos, sirvió para dar a conocer las medidas adoptadas por los miembros de la asociación ante la crisis financiera internacional e informar de los acuerdos adoptados por el G-20 y el FSB para el fortalecimiento de las infraestructuras de mercado y la reducción del riesgo sistémico. También se informó en dicha reunión de las medidas acordadas al respecto por ESMA y por el Comité Técnico de IOSCO.

## **V CNMV: aspectos organizativos, económicos e institucionales**



## 16 Organización

### 16.1 Recursos humanos y organización

#### Evolución de la plantilla y procesos de selección de personal

A finales de 2011, la CNMV contaba con una plantilla de 422 empleados, lo que supone un aumento del 2,7 % con respecto al cierre de 2010. Este crecimiento provino de la incorporación de 26 empleados y de la salida de 15. Como se aprecia en los cuadros 16.1 y 16.2, el aumento de la plantilla se concentró fundamentalmente en la categoría de técnicos y afectó, sobre todo, a las áreas más directamente exvinculadas a las tareas supervisoras.

#### Plantilla de la CNMV: composición por categorías profesionales

CUADRO 16.1

Número de empleados a 31 de diciembre de 2011

	2010			2011		
	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres
Personal de servicios	9	8	1	8	8	0
Administrativos y operadores informáticos	67	13	54	67	13	54
Técnicos	312	149	163	323	151	172
Directivos	23	16	7	24	18	6
<b>Total</b>	<b>411</b>	<b>186</b>	<b>225</b>	<b>422</b>	<b>190</b>	<b>232</b>

Fuente: CNMV.

#### Distribución del personal por departamentos

CUADRO 16.2

Número de empleados a 31 de diciembre de 2011

	2010			2011		
	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres
Direcciones generales de línea	279	117	162	288	118	170
Entidades	126	50	76	130	53	77
Mercados	101	46	55	105	46	59
Servicio jurídico	52	21	31	53	19	34
Departamentos	115	65	50	117	65	52
Consejo	17	4	13	17	7	10
<b>Total</b>	<b>411</b>	<b>186</b>	<b>225</b>	<b>422</b>	<b>190</b>	<b>232</b>

Fuente: CNMV.

Durante el primer semestre del año se realizó el proceso de selección para cubrir nueve plazas dentro de una nueva edición del Programa de Desarrollo de Titulados.

Las personas seleccionadas se incorporaron a la CNMV en el mes de septiembre. Asimismo, en el tercer trimestre del año se iniciaron los procesos de selección para cubrir las veintiuna plazas correspondientes a la Oferta de Empleo Público de 2011. Las incorporaciones correspondientes a estos procesos finalizarán en el segundo trimestre de 2012.

Como novedad, cabe destacar la difusión de las ofertas de empleo a través de universidades, centros de formación, colegios profesionales y de un portal de empleo de gran alcance, además de los medios de comunicación habituales.

Durante el pasado ejercicio también se realizaron convocatorias para la cobertura de vacantes internas y se difundieron entre el personal de la CNMV, con carácter previo a su publicación externa, las plazas de la Oferta de Empleo Público de 2011. Asimismo, se difundieron internamente veintisiete plazas convocadas por la nueva Autoridad Europea de Valores y Mercados, ESMA, y tres empleados fueron seleccionados para incorporarse a dicha organización. Finalmente, cabe mencionar la selección de un empleado de la CNMV para cubrir una plaza ofertada por IOSCO en régimen de traslado temporal (*secondment*).

### Acciones formativas

En el ámbito de su programa de formación, la CNMV puso en marcha durante 2011 diversas iniciativas, entre las que destacan las siguientes:

- Acciones colectivas internas: cursos y seminarios impartidos por empleados de la CNMV con el objetivo de compartir y difundir el conocimiento existente en la organización. Participó el 32% de la plantilla y se invirtió en ello el 22% de las horas de formación.
- Acciones colectivas externas: cursos organizados en colaboración con centros especializados de formación. Participó el 52% de la plantilla y se invirtió un 61% de las horas de formación.
- Acciones formativas individuales: para aquellos contenidos no cubiertos por las acciones colectivas. Participó el 15% de la plantilla.
- Acciones formativas internacionales: formación planificada e impartida por las autoridades europeas de valores, banca y seguros. Participó en las mismas el 7% de la plantilla.

En total, dentro del programa de formación de la CNMV se impartieron en 2011 9.954 horas de formación, un 5% más que en el año anterior. Cada empleado recibió, en promedio, 24 horas de formación dentro de este programa, participando en algunas de sus acciones el 70% de la plantilla.

Como en años anteriores, en 2011 se puso en marcha una nueva edición del Programa de Idiomas, en el que participó el 59% de la plantilla. Los participantes recibieron un total de 10.456 horas de formación, lo que supone un promedio de 42 horas por alumno. Con el objetivo de facilitar el perfeccionamiento del idioma inglés en un entorno nativo, se ofreció la posibilidad, por tercer año consecutivo, de realizar cursos de verano en el extranjero. Además, el programa del año 2011 incluyó, como novedad, la posibilidad de realizar cursos intensivos de francés y alemán en España.

El 9% de la plantilla participó en estas actividades complementarias, con una media de 41 horas de aprendizaje por alumno.

A principios de año, se puso en marcha la segunda edición del Programa de Movilidad Interna, uno de cuyos objetivos es promover el desarrollo profesional y favorecer la movilidad horizontal de los empleados de la CNMV. Como resultado del mismo se seleccionaron siete empleados, los cuales se incorporaron en el mes de mayo de 2011 a sus nuevos departamentos.

### Otras iniciativas destacadas en el ámbito de los recursos humanos

Con el fin de asegurar el cumplimiento de los compromisos establecidos en el Acuerdo de Relaciones Laborales firmado en diciembre de 2010, se pusieron en marcha en el primer trimestre de 2011 diversas iniciativas, entre las que cabe mencionar las políticas de financiación de estudios superiores universitarios reglados y de másteres, la política para la compensación de viajes, la constitución de la Comisión de Formación prevista en el Acuerdo y el Programa Piloto del Teletrabajo, en el que participaron 27 empleados. Respecto a este último programa, tras comprobarse su viabilidad y el nivel de satisfacción de todos los participantes, se tomó la decisión de configurar el teletrabajo como una opción para determinados puestos y actividades de la CNMV, lo que empezó a aplicarse en abril de 2012. Asimismo, en el segundo trimestre se desarrolló el procedimiento de autorización y compensación de horas extraordinarias y, en el último trimestre, la política de ayuda de transporte.

Por último, cabe destacar otras dos iniciativas relevantes. La primera es la implantación, en el primer trimestre del año, de un sistema de gestión integrado de recursos humanos. La segunda se refiere a la evaluación del desempeño. Así, en junio se desarrolló la norma que fija los criterios generales de dicha evaluación y en el último trimestre del año se comenzó a desarrollar el sistema de gestión del desempeño, cuya implantación se ha llevado a cabo en el primer trimestre de 2012.

## 16.2 Sistemas de información

Respecto al desarrollo de nuevas aplicaciones informáticas, en 2011 se implantaron nuevas aplicaciones para dar soporte a las normas que habían entrado en vigor durante el año y también para renovar otras aplicaciones tecnológicamente obsoletas.

Entre las nuevas aplicaciones, cabe destacar las siguientes: recepción y proceso de la información reservada de las entidades que prestan servicios de inversión; nueva generación y envío de requerimientos a ESI e IIC; recepción de informes anuales en soporte electrónico de sociedades cotizadas; publicación de informes de titulización de activos; tratamiento de operaciones sospechosas comunicadas; nueva recepción de órdenes y negociaciones del mercado de AIAF; nueva aplicación de control de MEFF RV; recepción y explotación del informe anual de auditoría sobre protección de activos de clientes y gestión integral de actividades de la supervisión de entidades.

En el ámbito de la sede electrónica, se aprobó durante el ejercicio una nueva regulación del registro electrónico de la CNMV, ajustada a la Ley 11/2007, de acceso electrónico de los ciudadanos a los servicios públicos. También se incorporaron tres nuevos trámites al servicio CIFRADO/CNMV del registro electrónico, alcanzando un total de 41 trámites. La atención al usuario de la sede electrónica se ha potencia-

do con una mayor cobertura y con nuevas herramientas. En el cuadro 16.3 se recoge la evolución tanto del registro electrónico como del registro en papel de los documentos que se reciben en la CNMV.

### Documentos recibidos en la CNMV

CUADRO 16.3

	2010		2011	
	Número	Distribución (%)	Número	Distribución (%)
Electrónicos	115.846	72	116.207	73
En papel	45.099	28	43.141	27
<b>Total</b>	<b>160.945</b>	<b>100</b>	<b>159.348</b>	<b>100</b>

Fuente: CNMV.

Dentro del registro electrónico, también hay que destacar la utilización de este sistema para el envío de notificaciones y requerimientos por parte de la CNMV a los supervisados. Durante 2011 se enviaron 15.439 notificaciones, un 210% más que en 2010, cuando se comenzó a utilizar este sistema. Con respecto a los requerimientos, se realizaron 67 envíos, un 49% más que en el año anterior.

Durante 2011 se llevó a cabo una importante revisión de la página web de la CNMV respecto a los contenidos y su presentación. En concreto, se incorporó una nueva clasificación, por perfiles, de todos los contenidos, que, junto con la organización temática actual, facilitará el acceso a la información alojada en la misma. La nueva presentación, junto con un nuevo diseño, entrará en funcionamiento en 2012. Cabe destacar, asimismo, la colaboración activa con el resto de instituciones intervinientes en la contratación, desarrollo e implantación de la web del Mercado Ibérico de la Electricidad (MIBEL).

En 2011 continuó implantándose el nuevo sistema de gestión integral de documentos en soporte imagen en distintos departamentos de la CNMV. Finalmente, cabe mencionar una importante renovación parcial de las infraestructuras técnicas que dan soporte a los sistemas de información, mediante la sustitución de los equipos físicos y lógicos a que obliga la evolución tecnológica.

### Plan de Actividades de la CNMV 2012: revisión y actualización

RECUADRO 16.1

La CNMV presentó el pasado mes de febrero su Plan de Actividades para 2012, continuando así con el compromiso público iniciado en octubre de 2007 de mejorar la transparencia y la rendición de cuentas de sus actividades. El Plan, que fue presentado con carácter previo al Comité Consultivo de la CNMV, detalla los objetivos establecidos hasta el primer trimestre de 2013 e incluye una revisión del grado de cumplimiento de los compromisos asumidos en el Plan de 2011.

Durante 2011, la CNMV completó la mayor parte de los objetivos previstos, en un entorno condicionado por la persistencia de la crisis financiera internacional. En particular, las actuaciones derivadas de la reestructuración del sector financiero en España y la intensa actividad internacional requirieron recursos y esfuerzos adicionales por parte de la CNMV.

En este contexto, de los 67 objetivos previstos para 2011, se cumplió el 79%. De los 53 objetivos concluidos, el 72% se llevó a cabo dentro del plazo establecido. Si de los objetivos no completados se excluyen aquellos cuya realización no dependía exclusivamente de la CNMV, es reseñable que únicamente seis objetivos, el 9% del total, no pudieron realizarse en los términos previstos inicialmente, lo que supone un grado de cumplimiento del Plan similar al de ejercicios anteriores.

El Plan de Actividades para 2012 tiene en cuenta la previsible persistencia de un contexto económico y financiero convulso tanto a nivel internacional como nacional. En el ámbito financiero se prevé la prolongación de la compleja coyuntura reciente, con un elevado grado de vulnerabilidad del sistema financiero en su conjunto frente a la evolución de los mercados de deuda y la efectividad de las medidas anunciadas para culminar el proceso de consolidación de las finanzas públicas y el saneamiento del sector financiero.

En el ámbito europeo, se espera una intensa actividad legislativa encaminada a corregir ciertas deficiencias de los mercados y a avanzar en la armonización normativa. Como consecuencia de los cambios en la legislación comunitaria y de la elevada actividad prevista en la elaboración de normas y recomendaciones en el ámbito de ESMA, la CNMV podría destinar un importante volumen de recursos a actividades internacionales no recogidas en el Plan. En el plano nacional, la reestructuración y las necesidades de capital de las entidades financieras apuntan a un incremento en la apelación de estas entidades a los inversores, por lo que la CNMV continuará prestando especial atención a las prácticas de comercialización de productos financieros entre inversores minoristas y al fomento de la máxima transparencia en las emisiones.

El Plan se estructura, como en ejercicios anteriores, siguiendo las funciones que la Ley del Mercado de Valores encomienda a la CNMV. En el ámbito normativo, la atención se centrará en las modificaciones nacionales derivadas de la legislación europea. Adicionalmente, se prevé finalizar los desarrollos normativos relativos a gobierno corporativo y se propondrán al Gobierno, entre otros, cambios normativos en materia de ofertas públicas de adquisición y operativa de autocartera, con base en la experiencia supervisora de años anteriores, así como nuevas iniciativas para facilitar el acceso de las pymes a los mercados financieros.

En segundo lugar, seguirá siendo una prioridad de la CNMV lograr que los mercados de valores sean cada vez más eficientes y transparentes. Con este fin, la CNMV intensificará la lucha contra el abuso de mercado, reforzando el uso de la información disponible para la supervisión. Asimismo, se revisará el tratamiento contable de la deuda soberana en las cuentas anuales de los emisores, siguiendo las directrices publicadas por ESMA al respecto en 2011, y se continuará impulsando la organización de seminarios y la publicación de guías para entidades supervisadas e inversores con el fin de reforzar la transparencia de los criterios de la CNMV. En el terreno específico de la protección del inversor minorista, la CNMV continuará con el desarrollo del Plan de Educación Financiera y tratará de avanzar en el objetivo de introducir la formación financiera en las aulas. Finalmente, el Plan para 2012 concreta una serie de objetivos encaminados a implantar mejoras en el funcionamiento y la eficiencia de la CNMV, tales como la adaptación de la normativa de tasas y el traslado a la nueva sede.



### 17.1 Ingresos y gastos

Las cuentas de la CNMV correspondientes a 2011 están formuladas con arreglo al nuevo Plan General de Contabilidad Pública (PGCP), establecido por la Orden 1037/2010, de 13 de abril, del Ministerio de Economía y Hacienda, y a la Resolución de 28 de julio de 2011, de la Intervención General de la Administración del Estado, por la que se regulan los criterios para la elaboración de la información sobre los costes de actividades e indicadores de gestión a incluir en la memoria de las cuentas anuales del Plan General de Contabilidad Pública.

Dentro de la cuenta de resultados, los cambios introducidos por la nueva normativa contable, aplicable desde el 1 de enero de 2011, afectan de manera notable a los ingresos por tasas, mientras que su impacto en los gastos es mínimo. Por tratarse de las primeras cuentas anuales elaboradas conforme al nuevo PGCP, los estados contables incluidos en las mismas no contienen las cifras correspondientes al ejercicio 2010. No obstante, en este capítulo, para facilitar el análisis de las variaciones interanuales, se ofrecen algunas referencias comparativas entre ambos ejercicios que, en el caso de los ingresos por tasas, se basan en el anterior PGCP como criterio de homogeneización.

En 2011, la CNMV obtuvo unos ingresos de 67,1 millones de euros e incurrió en unos gastos de 46,2 millones, con lo que el excedente del ejercicio fue de 20,9 millones de euros. La mayor parte de los ingresos procedió de las tasas percibidas durante el ejercicio, que ascendieron a 63,6 millones de euros (53 millones de euros si se aplicase el anterior PGCP, lo que supone un aumento del 4,1% respecto a 2010). El resto de la recaudación procedió principalmente de ingresos financieros y, en menor medida, de la facturación por la venta de publicaciones y de otros ingresos (difusiones de información a profesionales y recuperación de gastos de contratación administrativa, entre otros).

Los gastos se incrementaron un 4,6% respecto al año anterior. Los correspondientes a personal, que representaron un 59,9% del total, crecieron un 4,5%, con un aumento de la plantilla media del 3%. El resto de las partidas de gasto aumentaron un 4,8%, centrándose dicho incremento en los epígrafes de servicios exteriores y pérdidas por baja de inmovilizado.

La partida de servicios exteriores registró un incremento interanual del 4,5%, derivado de un mayor gasto en arrendamientos tras la actualización de las rentas de las oficinas alquiladas y el aumento de los gastos de mantenimiento de licencias y programas informáticos, así como del incremento de la cuota anual que la CNMV debe aportar como miembro de ESMA. En el ejercicio 2011 se incorporó al Patrimonio de la Administración General del Estado el inmueble, propiedad de la CNMV, situado en el Paseo de la Castellana, número 19, de Madrid. Por este motivo, fue necesario proceder a la baja de diversos elementos del inmovilizado, generándose unas pérdidas de 0,4 millones de euros.

Con fechas 29 de abril y 11 de noviembre de 2011, el Gobierno, a propuesta de la CNMV, acordó la distribución de los resultados obtenidos en los ejercicios 2009 y 2010, respectivamente, estableciendo su aplicación a reservas de este organismo.

## 17.2 Estructura de tasas

El cuadro 17.1 presenta los ingresos por tasas en las diferentes áreas de supervisión correspondientes a 2011, de acuerdo con el nuevo PGCP. El cuadro también incluye una comparación de dichos ingresos con los correspondientes a 2010 basada en el anterior PGCP. Como se ha indicado, tomando en consideración la anterior normativa contable, los ingresos por tasas aumentaron un 4,1%. Este incremento provino fundamentalmente de las tasas aplicadas a la comercialización de IIC extranjeras, que aumentaron en casi dos millones de euros. La modificación en el criterio de reconocimiento de los ingresos, que pasan a contabilizarse por fecha de devengo en lugar de hacerlo por fecha de emisión de la liquidación de la tasa, supone la imputación de las tasas devengadas en 2011 y emitidas en 2012 al ejercicio 2011. En total, esta imputación supone 10,7 millones de euros de ingresos adicionales durante 2011, de los cuales 10,3 corresponden a las tasas por supervisión del cuarto trimestre del año.

### Ingresos por tasas en la CNMV

CUADRO 17.1

Importes en miles de euros

Actividad o servicio	2010 <sup>1</sup>	2011 <sup>1</sup>	% var.	
			11/10 <sup>1</sup>	2011 <sup>2</sup>
<b>Inscripción de folletos y entidades</b>	<b>7.086,3</b>	<b>9.661,4</b>	<b>36,3 %</b>	<b>10.014,3</b>
Inscripción de folletos	6.534,8	8.991,0	37,6 %	9.343,9
Folletos de emisión	4.973,2	7.314,8	47,1 %	7.667,7
Folletos de admisión	515,2	610,6	18,5 %	610,6
Verificación requisitos de admisión AIAF	1.046,3	1.065,6	1,8 %	1.065,6
Inscripción de entidades	396,8	592,7	49,4 %	592,7
Autorización de opas	154,7	77,7	-49,8 %	77,7
<b>Supervisión de mercados</b>	<b>34.469,1</b>	<b>34.824,1</b>	<b>1,0 %</b>	<b>43.148,7</b>
Actividad de miembros de AIAF	202,2	209,2	3,5 %	263,0
Actividad de participantes en la Sociedad de Sistemas	22.148,8	21.792,9	-1,6 %	27.499,6
Actividad de miembros de bolsa	11.820,6	12.555,6	6,2 %	15.066,9
Actividad de miembros de MEFF RF	1,7	1,6	-5,9 %	2,0
Actividad de miembros de MEFF RV	294,5	263,4	-10,6 %	315,5
Actividad de miembros de MFAO	1,3	1,4	7,7 %	1,7
<b>Supervisión de entidades</b>	<b>9.349,0</b>	<b>8.484,2</b>	<b>-9,3 %</b>	<b>10.464,6</b>
Supervisión de IIC	7.835,6	6.973,8	-11,0 %	8.610,4
Fondos de inversión	6.510,8	5.672,7	-12,9 %	7.017,8
Sociedades de inversión	1.056,3	1.044,1	-1,2 %	1.286,9
Fondos de inversión inmobiliaria	253,1	227,9	-10,0 %	272,9
Sociedades de inversión inmobiliaria	15,4	29,1	89,0 %	32,8
Supervisión de sociedades gestoras de IIC y FT	268,5	226,5	-0,7 %	330,2
Sociedades gestoras de IIC	248,7	243,2	-2,2 %	300,7
Sociedades gestoras de fondos de titulización	19,7	23,3	18,3 %	29,5
Supervisión de empresas de servicios de inversión	1.245,0	1.243,9	-0,1 %	1.524,0
Sociedades gestoras de cartera	11,1	9,9	-10,8 %	12,4
Sociedades y agencias de valores	1.233,9	1.234,0	0,0 %	1.511,6
<b>Expedición de certificados</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>6,2 %</b>	<b>3,4</b>
<b>Total</b>	<b>50.907,7</b>	<b>52.973,1</b>	<b>4,1 %</b>	<b>63.631,0</b>

Fuente: CNMV. (1) Ingresos según PGCP aprobado por Orden de 6 de mayo de 1994, vigente hasta 31/12/2010. (2) Ingresos según nuevo PGCP aprobado por Orden de 13 de abril de 2010.

La CNMV ejerce las funciones de Agencia Nacional de Codificación de Valores (ANCV) en España, cuyo objetivo principal es asignar y gestionar los códigos internacionales de identificación de valores (ISIN)<sup>1</sup> y de clasificación de instrumentos financieros (CFI)<sup>2</sup> y facilitar la difusión y utilización de los mismos entre todos sus usuarios. Asimismo, la CNMV se ocupa de asignar el nombre corto del instrumento financiero (FISN)<sup>3</sup>. En nuestro país el ISIN se utiliza como primer identificador en los procesos de contratación, compensación y liquidación de valores. En su papel de ANCV, la CNMV es socio fundador y miembro de pleno derecho de la Asociación Internacional de Agencias Nacionales de Codificación (ANNA), que a finales de 2011 ha alcanzado la cifra de 82 países miembros de pleno derecho y 29 asociados, que representan a 36 países.

Dentro de su actividad internacional, la ANCV es miembro de varios grupos de trabajo internacionales y órganos de gestión relacionados con su actividad. En 2011 esta agencia fue designada para ejercer la presidencia del Consejo Asesor del ANNA Service Bureau (ASB), órgano del que es miembro desde 2008. ASB se erige como una plataforma central para recibir y consolidar la información de códigos ISIN y CFI enviada diariamente por todos los miembros de ANNA, colaborando de esta forma en la difusión de dicha información al mercado.

Durante 2011, la revisión del estándar ISO 6166, que se refiere a la codificación ISIN, ha entrado en su última fase, que debe dar como resultado la publicación de la séptima versión que sustituirá a la actual. Esta nueva versión incorporará las principales novedades producidas a nivel internacional en materia de instrumentos financieros a efectos de su codificación.

Respecto a las estadísticas relevantes de la ANCV, el número de valores e instrumentos financieros codificados durante 2011 fue de 13.571 (el 97% de ellos cotizados), lo que supuso una caída del 7% con relación al año 2010 (véase cuadro 18.1). Este descenso se debió en gran medida a la reducción del número de contratos de opciones codificados. Los códigos asignados a emisiones de deuda pública sufrieron un descenso con respecto al año anterior. Las emisiones codificadas de renta fija privada reflejan un aumento en los pagarés y las cédulas y una reducción en los bonos. Se aprecia también un considerable aumento de los *warrants* codificados y un descenso en las emisiones de productos estructurados. Respecto a la renta variable, se produjo un aumento del número de emisiones. La codificación de participaciones preferentes fue residual. Finalmente, en el mercado de productos derivados financieros, además de lo reseñado anteriormente respecto a las opciones, destacó el ligero descenso de los contratos de futuros.

---

1 International Securities Identification Number: estándar ISO 6166. Ver descripción del código ISIN en el apartado de la ANCV –estándares ISO– de la web de la CNMV ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)).

2 Classification of Financial Instruments: estándar ISO 10962.

3 Financial Instrument Short Name: estándar ISO 18774.

**Número de valores y otros instrumentos financieros  
codificados en 2010 y 2011**

CUADRO 18.1

	Cotizados			Total		
	2010	2011	% var.	2010	2011	% var.
<b>Renta variable</b>	<b>44</b>	<b>52</b>	<b>18,2</b>	<b>335</b>	<b>375</b>	<b>11,9</b>
Acciones	13	10	-23,1	109	127	16,5
IIC y FCR	31	41	32,3	224	245	9,4
Participaciones preferentes	0	1	100,0	2	3	50,0
<b>Renta fija</b>	<b>3.189</b>	<b>3.773</b>	<b>18,3</b>	<b>3.206</b>	<b>3.790</b>	<b>18,2</b>
Deuda pública	97	87	-10,3	97	87	-10,3
Letras y pagarés	15	12	-20,0	15	12	-20,0
Bonos y obligaciones	82	75	-8,5	82	75	-8,5
Renta fija privada	3.092	3.686	19,2	3.109	3.703	19,1
Pagarés	2.865	3.447	20,3	2.865	3.448	20,3
Bonos	67	39	-41,8	74	46	-37,8
Obligaciones	8	5	-37,5	9	8	-11,1
Cédulas	78	113	44,9	82	115	40,2
Bonos de titulización	74	82	10,8	79	86	8,9
<b>Productos estructurados</b>	<b>57</b>	<b>45</b>	<b>-21,1</b>	<b>62</b>	<b>48</b>	<b>-22,6</b>
<b>Derechos</b>	<b>27</b>	<b>35</b>	<b>29,6</b>	<b>27</b>	<b>36</b>	<b>33,3</b>
<b>Warrants y certificados</b>	<b>2.603</b>	<b>3.772</b>	<b>44,9</b>	<b>2.609</b>	<b>3.829</b>	<b>46,8</b>
<b>Opciones</b>	<b>8.106</b>	<b>5.258</b>	<b>-35,1</b>	<b>8.106</b>	<b>5.258</b>	<b>-35,1</b>
<b>Futuros</b>	<b>242</b>	<b>235</b>	<b>-2,9</b>	<b>242</b>	<b>235</b>	<b>-2,9</b>
<b>Total</b>	<b>14.268</b>	<b>13.170</b>	<b>-7,7</b>	<b>14.587</b>	<b>13.571</b>	<b>-7,0</b>

Fuente: CNMV.

Al finalizar el año, el número de valores y otros instrumentos financieros activos con código ISIN en la base de datos de la ANCV ascendía a 22.794. Los valores e instrumentos financieros cotizados representaban el 57,3% del total.

El número total de consultas atendidas por la ANCV en 2011 fue de 766, lo que representa un descenso del 19,6% respecto al año anterior. Las consultas sobre códigos nacionales, que supusieron un 81,6% del total, experimentaron una reducción del 13,9% respecto a las atendidas en 2010. Por su parte, las consultas sobre códigos extranjeros retrocedieron un 37,9%.

**Consultas atendidas directamente por la ANCV**

CUADRO 18.2

	2010	2011	% var.
Códigos nacionales	726	625	-13,9
Códigos extranjeros	227	141	-37,9
<b>Total</b>	<b>953</b>	<b>766</b>	<b>-19,6</b>

Fuente: CNMV.

### 19.1 Introducción

La LMV dispone, en su artículo 22, que el Comité Consultivo de la CNMV, presidido por el Vicepresidente de la institución, es el órgano de asesoramiento de su Consejo. Asimismo, este precepto señala que dicho comité contará con representantes de las infraestructuras de mercado, de los emisores, de los inversores, de las entidades de crédito y las entidades aseguradoras, de los colectivos profesionales designados por la CNMV, de los fondos de garantía de inversiones y de cada una de las Comunidades Autónomas con competencias en materia de mercados de valores en cuyo territorio exista un mercado secundario oficial.

El artículo 22 de la LMV fue modificado por la Ley 21/2011, de forma que se actualizó su composición y se incluyó la referencia a los representantes de los colectivos profesionales designados por la CNMV. En febrero de 2012 se ha publicado el RD 303/2012 para adaptar la normativa a los cambios introducidos por la Ley 21/2011, dando así cabida a los representantes de nuevos sujetos participantes en los mercados de valores, así como a expertos de diversos ámbitos profesionales vinculados a esa área de actividad (véase cuadro 19.1). De esta forma se pretende mejorar y actualizar la composición de este órgano consultivo ampliando así su representatividad y, por tanto, su capacidad para realizar la función asesora.

En cuanto a las funciones del Comité Consultivo, de acuerdo con el artículo 23 de la LMV, este emitirá un informe preceptivo en los siguientes casos: i) aprobación de las circulares de la CNMV; ii) imposición de sanciones por infracciones muy graves, si bien esta función ha sido modificada por la disposición final quinta de la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, que suprime la intervención del Comité en los expedientes sancionadores por infracciones muy graves iniciados con posterioridad a la entrada en vigor de la mencionada Ley 2/2011, de 5 de marzo; iii) procesos de autorización, revocación y operaciones societarias de las empresas de servicios de inversión; y iv) procesos de autorización, revocación y operaciones societarias de las sucursales de empresas de servicios de inversión de países no miembros de la Unión Europea<sup>1</sup>.

Además de su función asesora del Consejo de la CNMV, el Comité Consultivo informa de los proyectos de disposiciones de carácter general sobre materias relacionadas con el mercado de valores que le son remitidos por el Gobierno o por el Ministerio de

---

1 Debe señalarse, no obstante, que desde 2008 no se ha tramitado ningún expediente por procesos de autorización, revocaciones y operaciones societarias de ESI, como consecuencia de la aprobación del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, que no prevé la intervención del Comité Consultivo en este tipo de procedimientos. La LMV prevé que el informe del Comité Consultivo sea preceptivo en los procedimientos de autorización, revocación y operaciones societarias de las ESI cuando así se establezca reglamentariamente. La aprobación del RD 217/2008 implica la derogación del RD 867/2001, que sí contenía esta previsión.

Economía, con el objeto de hacer efectivo el principio de audiencia de los sectores afectados en el procedimiento de elaboración de disposiciones administrativas.

### Nueva composición del Comité Consultivo (RD 303/2012)

CUADRO 19.1

Colectivo representado	Composición anterior	Nueva composición
Mercados secundarios oficiales / Infraestructuras de mercado	Seis representantes de las bolsas, los mercados de futuros y opciones, otros mercados secundarios oficiales y la Sociedad de Sistemas.	Tres representantes de los mercados de renta variable, de renta fija y/o derivados y de los sistemas de compensación y liquidación de valores y cámaras de contrapartida central.
Emisores	Cuatro representantes, elegidos por sorteo entre todos los emisores.	Dos representantes: uno, elegido por sorteo, por las sociedades del Ibex 35 que presenten su candidatura y otro por la asociación más representativa de emisores.
Inversores	Cuatro representantes de consumidores y usuarios y asociaciones representativas de entidades aseguradoras, fondos de pensiones e instituciones de inversión colectiva.	Cuatro representantes de consumidores y usuarios y asociaciones más representativas de las instituciones de inversión colectiva, fondos de pensiones y accionistas de empresas cotizadas.
Comunidades Autónomas	Tres representantes de Cataluña, Valencia y País Vasco.	Tres representantes de Cataluña, Valencia y País Vasco.
Entidades de crédito y aseguradoras	–	Cuatro representantes de las asociaciones más representativas de bancos, cajas de ahorro, cooperativas de crédito y aseguradoras.
Colectivos profesionales	–	Tres representantes: – Auditores; – Analistas financieros; – Experto de reconocido prestigio.
Fondo de Garantía de Inversiones (empresas de servicios de inversión)	–	Un representante del FOGAIN.

Fuente: CNMV.

Adicionalmente, en 2004 la CNMV acordó potenciar el papel asesor del Comité Consultivo al extender sus actuaciones a materias de ámbito internacional relacionadas con los mercados de valores. Así, desde entonces se incluyen habitualmente en el orden del día del Comité consultas de carácter voluntario o no preceptivas, que se corresponden con consultas de organismos internacionales como IOSCO y ESMA o con otras iniciativas de la CNMV o del propio Comité. De esta forma, se logra una mayor participación del sector, de acuerdo con las recomendaciones internacionales de análisis de impacto de la normativa.

El Comité se debe reunir al menos una vez cada tres meses según la normativa pero, en la práctica, se suele convocar una reunión mensualmente.

### 19.2 Actuaciones del Comité durante 2011

El cuadro 19.2 ofrece un resumen estadístico de los expedientes tratados por el Comité Consultivo en 2011.

En comparación con el ejercicio anterior, se puede apreciar que el volumen de trabajo ha sido similar. La actividad relacionada con proyectos de normas ha continuado siendo la más relevante, debido, en parte, a la situación económica actual y a la amplia actividad normativa europea en este ámbito. El ligero descenso de las propuestas de sanciones muy graves analizadas derivó de la eliminación del informe preceptivo del Comité Consultivo en la Ley 2/2011, y en 2012 cabe esperar una mayor reducción en este apartado. En relación con las consultas voluntarias, se analizaron dos menos que en el ejercicio anterior.

### Tipos de expedientes sometidos a la opinión del Comité Consultivo CUADRO 19.2

	Número de asuntos	
	2010	2011
Informes preceptivos de normas	15	15
Propuestas de sanciones muy graves	12	11
Consultas voluntarias (IOSCO, CESR y otros)	11	9
<b>Total</b>	<b>38</b>	<b>35</b>

Fuente: CNMV.

El cuadro 19.2 ofrece el desglose de los asuntos tratados dentro de los tres tipos de expediente considerados anteriormente.

### Actuaciones del Comité Consultivo de la CNMV en 2011 CUADRO 19.3

#### Informes preceptivos sobre normas

- Proyecto de Circular por la que se modifica parcialmente la Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la CNMV, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora (31/01/2011).
- Anteproyecto de Ley por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (28/02/2011).
- Proyecto de Real Decreto por el que se modifica el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras (26/04/2011).
- Proyecto de Circular sobre información de las IIC extranjeras inscritas en los registros de la CNMV (30/05/2011).
- Anteproyecto de Ley por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (02/06/2011).
- Proyecto de OM de transparencia y protección del cliente de servicios financieros (12/09/2011)
- Proyecto de Circular de la CNMV sobre folletos de tarifas y contenido de los contratos tipo. (12/09/2011).
- Propuesta de modificación de la Circular 4/2008 sobre el contenido de los informes trimestrales, semestral y anual de las IIC (26/09/2011).
- Propuesta de modificación de la Circular 12/2008 sobre solvencia de las ESI y de la Circular 7/2008 sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las ESI, SGIIIC y SGECR (26/09/2011).
- Proyecto de Orden, sobre el procedimiento de presentación de reclamaciones ante los servicios de reclamaciones del Banco de España, la CNMV y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (26/09/2011).
- Proyecto de Real Decreto por el que se regula el Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (04/10/2011).
- Proyecto de Orden EHA por la que se determina el contenido y estructura del informe anual de gobierno corporativo, el informe anual sobre remuneraciones, y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y de las cajas de ahorro y otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores (04/10/2011).
- Proyecto de Circular por el que se actualiza la Circular 9/2008 de la CNMV sobre información financiera de las rectoras de infraestructuras de mercados españolas (entidades del artículo 84.1 a y b de la LMV) (02/11/2011).
- Proyecto de Circular que desarrolla la OM sobre los informes de Gobierno Corporativo de las entidades cotizadas, las cajas de ahorro y los emisores con valores admitidos a negociación (02/11/2011).
- Proyecto de Circular que desarrolla la OM en relación a la elaboración de los informes de retribuciones de las sociedades cotizadas y de las cajas de ahorro (02/11/2011).

**Propuestas de sanciones muy graves**

- Tres sanciones por la remisión a la CNMV del informe financiero anual con demora respecto al plazo legalmente previsto (28/02/2011; 26/07/2011 y 26/07/2011).
- Dos sanciones por la no comunicación a la CNMV de información relevante (28/02/2011 y 12/09/2011).
- Dos sanciones por la realización de prácticas de manipulación de mercado a través de operaciones con acciones propias de la sociedad cotizada (28/03/2011 y 02/11/2011).
- Por la vulneración del régimen de ingresos, comisiones y gastos imputables a las IIC por parte de la gestora que las administra (28/03/2011).
- Por la no comunicación a la CNMV de participaciones significativas en sociedades cotizadas dentro del plazo legalmente establecido (26/04/2011).
- Por comunicación y utilización de información privilegiada sobre una sociedad cotizada (12/09/2011).
- Por el incumplimiento de la obligación de comunicación en plazo a la CNMV de participaciones significativas en la sociedad cotizada (26/09/2011).

**Consultas voluntarias (IOSCO, CESR y otros)**

- Consulta de la Comisión Europea sobre la revisión de la Directiva MiFID (31/01/2011).
- Consulta de la Comisión Europea acerca de los pasos legislativos para desarrollar las iniciativas en relación con los productos packaged –combinados o conjuntos– de inversión minorista (PRIP) (31/01/2011).
- Consulta de la Comisión Europea sobre depositarios centrales de valores (CSD) y sobre la armonización de determinados aspectos de la liquidación de valores en la Unión Europea (28/02/2011).
- Consulta de ESMA sobre las guías para la aplicación del régimen de refrendo -endorsement- del artículo 4 (3) del Reglamento 1060/2009 de Agencias de Calificación Crediticia (28/03/2011).
- Consulta de la Comisión Europea en relación con el Libro Verde sobre la normativa de gobierno corporativo de la Unión Europea (30/05/2011).
- Consulta de OICV-IOSCO sobre principios para las infraestructuras de los mercados financieros (26/07/2011).
- Documento de debate de ESMA sobre las orientaciones de política legislativa en relación con los «Exchange-Traded Funds (ETF)» y las IIC estructuradas (26/09/2011).
- Plan de Actividades de la CNMV 2012 (14/12/2011).
- Presentación por la CNMV de las directivas en proceso de negociación en la UE (MiFID, abuso de mercado y transparencia) (14/12/2011).

Fuente: CNMV.

## **VI Informe del Órgano de Control Interno**





INFORME DE AUDITORÍA PREVISTO EN LA LEY  
44/2002, DE MEDIDAS DE REFORMA DEL SISTEMA  
FINANCIERO. - AÑO 2011

## 1.- Introducción

El Departamento de Control Interno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha realizado la auditoría relativa a la adecuación de las decisiones adoptadas por los órganos de gobierno a la normativa procedimental aplicable a cada caso, en desarrollo del Plan de Auditoría y Actuaciones de Control Interno aprobado por el Consejo de la Comisión en su sesión de 8 de febrero de 2012, con el que se da cumplimiento a la Disposición Adicional Segunda de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (BOE de 23 de noviembre).

El desarrollo de los trabajos se ha adaptado, a las Normas Internacionales para el Ejercicio Profesional de la Auditoría Interna del IIA (the Institute of Internal Auditors), como establecen las Normas de Auditoría Interna para la CNMV aprobadas por Acuerdo del Consejo de 4 de abril de 2011.

## 2.- Objetivos y alcance

El objetivo del presente trabajo es comprobar la adaptación a la normativa procedimental aplicable en la adopción de las decisiones en materia de supervisión, de los órganos de gobierno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, durante el ejercicio 2011.

Las normas básicas aplicables a los procedimientos de la CNMV son las siguientes:

- Ley del Mercado de Valores (24/1998, de 28 de julio).
- Ley de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y Procedimiento Administrativo Común (30/1992 de 26 de noviembre).
- Reglamento de Régimen Interior de la CNMV.

Además se han tenido en cuenta los acuerdos sobre delegación de competencias a favor del Presidente, el Vicepresidente y el Comité Ejecutivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de 28 de julio de 2010 y 6 de julio de 2011.

En el desarrollo de los trabajos no se han producido limitaciones al alcance.

### 3.- Opinión.

En nuestra opinión, una vez realizados los trabajos de auditoría, se puede concluir que, durante el año 2011 los órganos de gobierno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en el ámbito de la supervisión encomendada por la Ley del Mercado de Valores y demás normativa, han cumplido los requisitos establecidos en la legislación vigente en materia de procedimiento y competencia aplicables a cada caso.

Madrid, 7 de mayo de 2012

Directora del Departamento  
de Control Interno



Fdo.: Margarita García Muñoz



## VII Cuentas de la CNMV



# Resumen de las cuentas anuales formuladas por la CNMV. Ejercicio 2011<sup>1</sup>

## 1 Balance de situación

<b>Activo</b>	<b>Ejercicio 2011</b>
<b>A) Activo no corriente</b>	<b>105.834.647,8</b>
<b>I. Inmovilizado intangible</b>	<b>4.822.310,8</b>
3. Aplicaciones informáticas	4.822.310,8
<b>II. Inmovilizado material</b>	<b>73.923.470,0</b>
1. Terrenos	43.696.837,7
2. Construcciones	1.130.223,3
5. Otro inmovilizado material	3.162.587,7
6. Inmovilizado en curso y anticipos	25.933.821,2
<b>IV. Inversiones financieras a largo plazo en entidades del grupo, multigrupo y asociadas</b>	<b>19.755.221,1</b>
3. Créditos y valores representativos de deuda	19.755.221,1
<b>V. Inversiones financieras a largo plazo</b>	<b>7.333.645,8</b>
1. Inversiones financieras en patrimonio	935,4
2. Créditos y valores representativos de deuda	7.332.710,5
<b>B) Activo corriente</b>	<b>104.742.334,0</b>
<b>III. Deudores y otras cuentas a cobrar</b>	<b>19.261.141,4</b>
1. Deudores por operaciones de gestión	14.908.342,5
2. Otras cuentas a cobrar	4.351.798,5
3. Administraciones Públicas	1.000,4
<b>IV. Inversiones financieras a corto plazo en entidades del grupo, multigrupo y asociadas</b>	<b>74.131.516,4</b>
2. Créditos y valores representativos de deuda	74.131.516,4
<b>V. Inversiones financieras a corto plazo</b>	<b>218.979,2</b>
2. Créditos y valores representativos de deuda	218.979,2
<b>VI. Ajustes por periodificación</b>	<b>395.047,6</b>
<b>VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes</b>	<b>10.735.649,5</b>
1. Otros activos líquidos equivalentes	51.533,9
2. Tesorería	10.684.115,6
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>210.576.981,8</b>

1 De acuerdo con lo dispuesto en la Disposición Transitoria Tercera de la Orden 1037/2010, por la que se aprueba el Plan General de Contabilidad Pública, las cuentas anuales de la CNMV del ejercicio 2011, por ser las primeras que se formulan aplicando dicha norma, no reflejan en el balance, en la cuenta del resultado económico-patrimonial ni en el resto de estados que incluyan información comparativa las cifras relativas al ejercicio 2010.



## 2 Cuenta del resultado económico-patrimonial

	Ejercicio 2011
<b>1. Ingresos tributarios y cotizaciones sociales</b>	<b>63.630.994,1</b>
b) Tasas	63.630.994,1
<b>5. Trabajos realizados por la entidad para su inmovilizado</b>	<b>644.424,8</b>
<b>6. Otros ingresos de gestión ordinaria</b>	<b>161.294,6</b>
<b>A) TOTAL INGRESOS DE GESTIÓN ORDINARIA (1+2+3+4+5+6+7)</b>	<b>64.436.713,5</b>
<b>8. Gastos de personal</b>	<b>-27.635.988,5</b>
a) Sueldos, salarios y asimilados	-21.708.575,5
b) Cargas sociales	-5.927.413,0
<b>9. Transferencias y subvenciones concedidas</b>	<b>-442.122,6</b>
<b>11. Otros gastos de gestión ordinaria</b>	<b>-15.757.723,8</b>
a) Suministros y servicios exteriores	-15.702.929,3
b) Tributos	-54.794,5
<b>12. Amortización del inmovilizado</b>	<b>-1.762.107,0</b>
<b>B) TOTAL DE GASTOS DE GESTIÓN ORDINARIA (8+9+10+11+12)</b>	<b>-45.597.941,9</b>
<b>I. Resultado de la gestión ordinaria (A+B)</b>	<b>18.838.771,7</b>
<b>13. Deterioro de valor y resultados por enajenación del inmovilizado no financiero y activos en estado de venta</b>	<b>-381.868,2</b>
b) Bajas y enajenaciones	-381.868,2
<b>14. Otras partidas no ordinarias</b>	<b>90.084,6</b>
a) Ingresos	126.977,6
b) Gastos	-36.893,1
<b>II. Resultado de las operaciones no financieras (I+13+14)</b>	<b>18.546.988,0</b>
<b>15. Ingresos financieros</b>	<b>2.544.948,4</b>
b) De valores negociables y de créditos del activo inmovilizado	2.544.948,4
b.1) En entidades del grupo, multigrupo y asociadas	1.873.163,7
b.2) Otros	671.784,7
<b>16. Gastos financieros</b>	<b>-42.244,8</b>
b) Otros	-42.244,8
<b>19. Diferencias de cambio</b>	<b>-2.696,8</b>
<b>20. Deterioro de valor, bajas y enajenaciones de activos y pasivos financieros</b>	<b>-92.593,2</b>
b) Otros	-92.593,2
<b>III. Resultado de las operaciones financieras (15+16+17+18+19+20+21)</b>	<b>2.407.413,5</b>
<b>IV. Resultado neto del ejercicio (II+III)</b>	<b>20.954.401,5</b>

### 3 Estado de flujos de efectivo

	Ejercicio 2011
<b>I. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE GESTIÓN</b>	
<b>A) Cobros</b>	<b>53.478.768,9</b>
1. Ingresos tributarios y cotizaciones sociales	52.139.914,3
2. Transferencias y subvenciones recibidas	0,0
3. Ventas netas y prestaciones de servicios	186.825,2
4. Gestión de recursos recaudados por cuenta de otros entes	0,0
5. Intereses y dividendos cobrados	1.084.921,9
6. Otros cobros	253.932,7
<b>B) Pagos</b>	<b>43.517.889,4</b>
7. Gastos de personal	28.010.307,9
8. Transferencias y subvenciones concedidas	442.122,6
9. Aprovisionamientos	0,0
10. Otros gastos de gestión	14.907.966,1
11. Gestión de recursos recaudados por cuenta de otros entes	0,0
12. Intereses pagados	0,0
13. Otros pagos	157.492,8
<b>Flujos netos de efectivo por actividades de gestión (A-B)</b>	<b>9.960.879,4</b>
<b>II. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>	
<b>C) Cobros</b>	<b>122.000.300,5</b>
1. Venta de inversiones reales	0,0
2. Venta de activos financieros	122.000.000,0
3. Otros cobros de actividades de inversión	300,5
<b>D) Pagos</b>	<b>137.109.654,7</b>
4. Compra de inversiones reales	20.456.999,5
5. Compra de activos financieros	116.212.129,8
6. Otros pagos de actividades de inversión	440.525,4
<b>Flujos netos de efectivo por actividades de inversión (C-D)</b>	<b>-15.109.354,2</b>
<b>III. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN</b>	<b>0,0</b>
<b>E) Aumentos en el patrimonio</b>	<b>0,0</b>
1. Aportaciones de la entidad o entidades propietarias	0,0
<b>F) Pagos a la entidad o entidades propietarias</b>	<b>0,0</b>
2. Devolución de aportaciones y reparto de resultados a la entidad o entidades propietarias	0,0
<b>G. Cobros por emisión de pasivos financieros</b>	<b>0,0</b>
3. Obligaciones y otros valores negociables	0,0
4. Préstamos recibidos	0,0
5. Otras deudas	0,0
<b>H) Pagos por reembolso de pasivos financieros</b>	<b>0,0</b>
6. Obligaciones y otros valores negociables	0,0
7. Préstamos recibidos	0,0
8. Otras deudas	0,0
<b>Flujos netos de efectivo por actividades de financiación (E-F+G-H)</b>	<b>0,0</b>
<b>IV. FLUJOS DE EFECTIVO PENDIENTES DE CLASIFICACIÓN</b>	
<b>I) Cobros pendientes de aplicación</b>	<b>1.810,0</b>
<b>J) Pagos pendientes de aplicación</b>	<b>42.143,9</b>
<b>Flujos netos de efectivo pendientes de clasificación (I-J)</b>	<b>-40.333,9</b>
<b>V. EFECTO DE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO</b>	<b>-1.863,4</b>
<b>VI. INCREMENTO/DISMINUCIÓN NETA DEL EFECTIVO Y ACTIVOS LÍQUIDOS EQUIVALENTES AL EFECTIVO (I+II+III+IV+V)</b>	<b>-5.190.672,0</b>
Efectivo y activos líquidos equivalentes al efectivo al inicio del ejercicio	15.926.321,5
Efectivo y activos líquidos equivalentes al efectivo al final del ejercicio	10.735.649,5

#### 4 Estado total de cambios en el patrimonio neto

	I. Patrimonio aportado	II. Patrimonio generado	III. Ajustes por cambio de valor	IV. Otros incrementos patrimoniales	Total
A. Patrimonio neto al final del ejercicio N-1	5.385.871,3	154.666.308,5	0,0	0,0	160.052.179,7
B. Ajustes por cambios de criterios contables y corrección de errores	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
C. Patrimonio neto inicial ajustado del ejercicio N (A+B)	5.385.871,3	154.666.308,5	0,0	0,0	160.052.179,7
D. Variaciones del patrimonio neto del ejercicio N	0,0	-3.749.751,11	0,0	0,0	-3.749.751,1
1. Ingresos y gastos reconocidos en el ejercicio	0,0	20.954.401,5	0,0	0,0	20.954.401,5
2. Operaciones con la entidad o entidades propietarias	0,0	-24.704.152,6	0,0	0,0	-24.704.152,6
3. Otras variaciones del patrimonio neto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
E. Patrimonio neto al final del ejercicio N (C+D)	5.385.871,3	150.916.557,3	0,0	0,0	156.302.428,6



## Anexos



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

I.1

Importes en millones de euros

	Número de emisores			Número de emisiones		
	2010	2011	Var. 11/10	2010	2011	Var. 11/10
<b>Ampliaciones de capital</b>	<b>31</b>	<b>34</b>	<b>3</b>	<b>51</b>	<b>68</b>	<b>17</b>
De las cuales OPS <sup>2</sup>	11	8	-3	11	8	-3
con tramo nacional	11	8	-3	11	8	-3
con tramo internacional	4	5	1	4	5	1
<b>Ofertas públicas de venta (OPV)</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>-2</b>
Del tramo nacional	2	1	-1	3	1	-2
Del tramo internacional	1	1	0	2	1	-1
<b>Total</b>	<b>32</b>	<b>34</b>	<b>2</b>	<b>54</b>	<b>69</b>	<b>15</b>
<b>Pro memoria: salidas a bolsa</b>						
Mediante OPV u OPS <sup>2</sup>	12	6	-6	14	6	-8
Otras	1	4	3	1	4	3

Fuente: CNMV. (1) Solo se incluyen operaciones efectivas realizadas. (2) Oferta pública de suscripción de derechos, previa renuncia de los accionistas a su derecho de suscripción preferente.

Importes en millones de euros

Emisor	Importe efectivo <sup>1</sup>	Tipo de operación	Fecha de registro CNMV
Papeles y Cartones de Europa, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	04-ene-11
SOS Corporación Alimentaria, S.A.	128,3	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	05-ene-11
Gestevisión Telecinco, S.A.	671,6	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	25-ene-11
Inmobiliaria Colonial, S.A.	0,0	Ampliación de capital por conversión	27-ene-11
Promotora de Informaciones, S.A.	0,2	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	01-feb-11
Banco de Sabadell, S.A.	410,7	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	02-feb-11
Sacyr Vallehermoso, S.A.	96,1	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	03-feb-11
Grupo Ezentis, S.A.	2,0	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	03-feb-11
Nyasa Valores Corporación, S.A.	1,9	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	03-feb-11
Banco Santander, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	08-feb-11
Promotora de Informaciones, S.A.	0,3	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	23-feb-11
Iberdrola, S.A.	1.906,0	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	15-mar-11
Nyasa Valores Corporación, S.A.	2,0	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	16-mar-11
Promotora de Informaciones, S.A.	0,2	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	22-mar-11
Service Point Solutions, S.A.	14,5	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	24-mar-11
Jazztel, PLC.	1,3	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	31-mar-11
Nyasa Valores Corporación, S.A.	1,9	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	31-mar-11
Nyasa Valores Corporación, S.A.	2,4	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	19-abr-11
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	26-abr-11
Promotora de Informaciones, S.A.	0,9	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	28-abr-11
Promotora de Informaciones, S.A.	0,0	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	28-abr-11
Inmobiliaria Colonial, S.A.	0,0	Ampliación de capital por conversión	28-abr-11
Urbas Guadahermosa, S.A.	11,9	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	03-may-11
Banco Popular Español, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	05-may-11
Urbas Guadahermosa, S.A.	6,7	Ampliación de capital por conversión	05-may-11
Nyasa Valores Corporación, S.A.	1,0	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	26-may-11
Mapfre, S.A.	190,5	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	31-may-11
Promotora de Informaciones, S.A.	0,1	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	31-may-11
Promotora de Informaciones, S.A.	0,0	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	31-may-11
Grífols, S.A.	880,9	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	01-jun-11
Banco Pastor, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	10-jun-11
Banco de Valencia, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	14-jun-11
Gas Natural SDG, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	28-jun-11
Bankia, S.A.	3.092,2	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	29-jun-11
Banca Cívica, S.A.	599,2	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	29-jun-11
Promotora de Informaciones, S.A.	0,0	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	30-jun-11
Promotora de Informaciones, S.A.	0,1	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	30-jun-11
Caixabank, S.A.	1.800,9	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	05-jul-11
Metrovacesa, S.A.	1.949,9	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	07-jul-11
Sacyr Vallehermoso, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	07-jul-11
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	1.999,8	Ampliación de capital por conversión	18-jul-11
Banco Popular Español, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	19-jul-11
Promotora de Informaciones, S.A.	0,0	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	19-jul-11

**Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta: importe efectivo (continuación)**

I.2

Importes en millones de euros

Emisor	Importe efectivo <sup>1</sup>	Tipo de operación	Fecha de registro CNMV
European Aeronautic Defence and Space Company Eads, N.V.	0,8	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	19-jul-11
Gamesa Corporación Tecnológica, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	21-jul-11
Inmobiliaria Colonial, S.A.	0,0	Ampliación de capital por conversión	21-jul-11
Grupo Ezentis, S.A.	30,0	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	28-jul-11
Grupo Ezentis, S.A.	10,7	Ampliación de capital por conversión	28-jul-11
Caixabank, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	28-jul-11
Iberdrola, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	04-ago-11
Zardoya Otis, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	11-ago-11
Gas Natural SDG, S.A.	514,7	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	11-ago-11
European Aeronautic Defence and Space Company Eads, N.V.	2,5	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	25-ago-11
Banco de Sabadell, S.A.	1,6	Ampliación de capital por conversión	01-sep-11
Abertis Infraestructuras, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	20-sep-11
Promotora de Informaciones, S.A.	0,0	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	20-sep-11
Cartera Industrial Rea, S.A.	13,1	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	22-sep-11
Faes Farma, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	27-sep-11
Promotora de Informaciones, S.A.	0,0	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	06-oct-11
Promotora de Informaciones, S.A.	0,5	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	06-oct-11
Service Point Solutions, S.A.	8,4	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	11-oct-11
Banco Santander, S.A.	17,3	Ampliación de capital por conversión	11-oct-11
Bankinter, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	13-oct-11
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	24-oct-11
Inmobiliaria Colonial, S.A.	0,1	Ampliación de capital por conversión	25-oct-11
Caixabank, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	27-oct-11
Promotora de Informaciones, S.A.	0,0	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	02-nov-11
Promotora de Informaciones, S.A.	0,5	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	02-nov-11
Dinamia Capital Privado, S.A., SCR	0,0	Ampliación de capital liberada	03-nov-11
Banco Popular Español, S.A.	5,5	Ampliación de capital por conversión	08-nov-11
Banco Santander, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	08-nov-11
Urbas Grupo Financiero, S.A.	3,0	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	01-dic-11
Promotora de Informaciones, S.A.	0,0	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	07-dic-11
Promotora de Informaciones, S.A.	0,4	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	07-dic-11
Miquel y Costas & Miquel, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	13-dic-11
Vidrala, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	13-dic-11
Banco Santander, S.A.	1.965,6	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	13-dic-11
Banco de Sabadell, S.A.	96,0	Oferta pública de venta	13-dic-11
Banco de Sabadell, S.A.	771,0	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	13-dic-11
Funespaña, S.A.	23,2	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	15-dic-11
Urbas Grupo Financiero, S.A.	27,8	Ampliación de capital por conversión	20-dic-11
Banco de Sabadell, S.A.	3,7	Ampliación de capital por conversión	20-dic-11
Grifols, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	29-dic-11

Fuente: CNMV. (1) Las ampliaciones de capital sin contraprestación monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.

## Sociedades excluidas de cotización bursátil en 2011<sup>1</sup>

I.3

Sociedad	Mercado	Motivo. Procedimiento	Fecha
Suzano Petroquímica	SIBE	Excluido Latibex	14/02/2011
Reyal Urbis	SIBE	Excluido de la bolsa de Bilbao	4/04/2011
Círculo de valores mobiliarios	Corros	Excluido de la Bolsa de Barcelona por la Generalitat de Catalunya	2/08/2011
CEPSA	SIBE	Liquidación venta forzosa a IPIC	23/08/2011
Befesa Medio Ambiente	SIBE	Liquidación venta forzosa a Proyectos de Inversiones Medioambientales	25/08/2011

Fuente: CNMV. (1) No se recogen las exclusiones por cambio de mercado ni de SICAV.

## Evolución de los índices sectoriales de la Bolsa de Madrid y la Bolsa de Barcelona

I.4

Rentabilidad en el periodo (%)

	2008	2009	2010	2011	2011			
					1 Trim.	2 Trim.	3 Trim.	4 Trim.
<b>Bolsa de Madrid</b>								
Petróleo y energía	-2,7	-8,6	-8,6	-2,7	11,5	0,9	-16,7	3,8
Mat. básicos, Industria y construcción	22,5	-15,2	-15,2	-14,3	11,2	-6,2	-19,5	2,1
Bienes de consumo	26,3	17,0	17,0	5,7	3,3	6,1	-2,9	-0,7
Servicios de consumo	32,3	-0,1	-0,1	-24,2	9,8	-4,7	-27,9	0,6
Servicios financieros e inmobiliarios	47,3	-31,7	-31,7	-18,9	7,9	-4,4	-21,5	0,2
Banca	50,0	-33,1	-33,1	-20,3	6,6	-4,4	-21,9	0,2
Inmobiliarias y otros	-31,8	-53,3	-53,3	-47,5	26,7	-19,0	-38,3	-17,2
Tecnología y telecomunicaciones	22,8	-12,8	-12,8	-20,9	3,4	-3,9	-14,7	-6,6
<b>IGBM</b>	<b>27,2</b>	<b>-19,2</b>	<b>-19,2</b>	<b>-14,6</b>	<b>7,5</b>	<b>-2,7</b>	<b>-17,8</b>	<b>-0,6</b>
<b>Bolsa de Barcelona</b>								
Eléctricas	-9,1	-8,3	-8,3	-12,8	7,4	0,6	-15,3	-4,6
Bancos	58,1	-32,1	-32,1	-17,1	7,7	-3,4	-21,0	0,9
Químicas	21,5	2,6	2,6	14,2	16,2	-0,1	-15,2	16,1
Cementos, construcción e inmobiliarias	20,2	-17,5	-17,5	-0,4	21,6	-5,2	-15,0	1,6
Metalúrgica	6,1	-31,1	-31,1	-35,9	6,9	-12,9	-36,5	8,5
Alimentación, agrícola y forestal	2,2	15,6	15,6	-13,4	-0,4	-5,0	-18,2	12,0
Textil y papelera	38,1	28,0	28,0	12,0	1,4	10,7	1,7	-1,8
Comercio y finanzas	21,0	-2,3	-2,3	4,3	25,2	-3,0	-20,9	8,6
Servicios diversos	23,5	-11,6	-11,6	-18,5	5,6	-3,6	-16,0	-4,6
<b>BCN Global 100</b>	<b>34,7</b>	<b>-19,7</b>	<b>-19,7</b>	<b>-13,6</b>	<b>8,1</b>	<b>-2,8</b>	<b>-18,0</b>	<b>0,2</b>

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles.

## Concentración sectorial de la capitalización

1.5

Anexos  
Anexos estadísticos I

Sector	2010				2011			
	25%	50%	75%	100%	25%	50%	75%	100%
Petróleo	1	1	1	2	1	1	1	1
Energía y agua	1	2	3	9	1	2	3	8
Minería y metálicas básicas	1	1	1	8	1	1	3	7
Cementos y mat. construcción	1	2	3	4	1	2	3	4
Químicas	1	2	3	6	1	2	3	6
Textil y papeleras	1	1	1	17	1	1	1	16
Metal-mecánica	1	2	4	15	1	2	4	15
Alimentación	1	2	4	12	1	2	4	12
Construcción	1	2	4	8	1	2	4	8
Inmobiliarias	2	4	8	22	2	3	6	23
Transportes y comunicaciones	1	1	1	4	1	1	1	4
Otros no financieros	1	3	7	25	1	4	7	27
Bancos	1	1	2	9	1	2	3	12
Seguros	1	1	1	2	1	1	1	2
Sociedades de cartera	1	1	1	8	1	1	1	7
SICAV	1	1	2	2	1	1	1	1
Entidades de financiación	0	0	0	0	0	0	0	0

Fuente: CNMV

## Concentración de la contratación bursátil de renta variable

1.6

Número de empresas necesarias para alcanzar un determinado porcentaje

	2010				2011			
	25%	50%	75%	100%	25%	50%	75%	100%
<b>Total bolsas</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>157</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>155</b>
Mercado continuo	1	2	5	131	2	3	6	130
Nacional	1	2	5	125	2	3	6	123
Extranjeras	1	1	1	6	1	1	2	7
Corros	1	1	1	21	1	2	4	28
Segundo mercado	1	1	1	5	1	1	1	5
ETF	2	4	6	65	2	3	6	73
MAB	20	93	275	3.185	11	64	224	3.114
LATIBEX	6	9	15	32	2	4	10	28

Fuente: CNMV.

## Porcentaje de la capitalización por sectores y mayores empresas respecto al conjunto del mercado<sup>1</sup>

1,7

Sector	% sector/mercado <sup>2</sup>	Empresas de mayor capitalización del sector	% empresa/mercado <sup>3</sup>
Petróleo	6,9	Repsol YPF	6,9
Energía y agua		Iberdrola	6,8
		Endesa	4,0
		Gas Natural	3,1
Minería y metálicas básicas	1,1	Acerinox	0,6
		Grupo Duro Felguera	0,2
		Cie. Automotive	0,2
Cementos y material de construcción	0,4	Cementos Molins	0,1
		Vidrala	0,1
		Uralita	0,1
Químicas	0,4	Almirall, S.A.	0,2
		Zeltia	0,1
		Faes Farma	0,1
Textil y papeleras	10,7	Industria de Diseño Textil, Inditex	9,4
		Grifols	0,9
		Grupo Empresarial ENCE	0,1
Metal-mecánica	2,3	Zardoya Otis	0,9
		Técnicas Reunidas, S.A.	0,4
		Abengoa	0,4
Alimentación	1,7	Ebro Foods, S.A.	0,5
		Sociedad Anónima DAMM	0,4
		Viscofan	0,3
Construcción	5,8	ACS, Actividades de Construcción y Servicios	1,7
		Ferrovial, S.A.	1,6
		Acciona	1,0
Inmobiliarias	1,0	Metrovacesa	0,2
		Testa Inmuebles en Renta, S.A.	0,2
		Grupo Inmocaral	0,1
Transportes y comunicaciones	17,6	Telefónica	14,5
		Abertis Infraestructuras	2,3
		IAG	0,8
Otros no financieros	5,0	Amadeus IT Holding	1,3
		DÍA	0,6
Bancos	28,5	Banco Santander	11,9
		Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	7,8
		Caixabank	3,5
Seguros	2,2	Mapfre, S.A.	1,8
		Grupo Catalana Occidente	0,4
Sociedades de cartera	0,6	Corporación Financiera Alba	0,4
		Unión Europea de Inversiones	0,1
		Renta 4 Banco	0,1
SICAV	0,0	Compañía General de Inversiones	0,0

Fuente: CNMV. (1) Capitalización a final del ejercicio. (2) Porcentaje de la capitalización de las empresas del sector respecto a la capitalización total del mercado. (3) Porcentaje de la capitalización de las empresas citadas respecto a la capitalización total del mercado.

## Capitalización y contratación de las sociedades pertenecientes al Ibex 35<sup>1</sup>

1.8

Importes en millones de euros

Empresa	Capitalización <sup>2</sup>			Contratación		
	2010	2011	% total <sup>3</sup>	2010	2011	% total <sup>3</sup>
Telefónica	77.428,2	61.089,1	14,6	252.393,4	210.014,5	22,9
Banco Santander	66.033,3	50.289,7	12,1	267.713,1	193.477,6	21,1
Inditex	34.925,2	32.753,4	7,8	31.699,3	118.482,9	12,9
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	33.951,3	28.977,2	6,9	169.246,5	90.737,2	9,9
Repsol YPF	25.455,0	28.465,4	6,8	52.261,9	57.387,9	6,3
Iberdrola	31.630,8	39.444,6	9,5	63.290,7	40.061,6	4,4
Endesa	20.428,6	13.154,5	3,2	3.078,8	10.864,0	1,2
Caixabank	13.391,0	9.575,7	2,3	4.436,3	10.690,3	1,2
Gas Natural	10.591,0	6.840,0	1,6	13.258,2	9.876,2	1,1
Abertis Infraestructuras	9.943,8	14.573,2	3,5	12.855,2	7.084,2	0,8
Corporación Mapfre	6.259,3	7.205,8	1,7	4.784,5	9.549,7	1,0
ACS	11.036,9	6.228,6	1,5	8.776,2	5.181,0	0,6
Grupo Ferrovial	5.453,7	4.931,3	1,2	8.585,3	8.970,2	1,0
Bankia	-	5.610,4	1,3	-	12.438,0	1,4
Amadeus IT Group	-	4.472,7	1,1	-	10.641,7	1,2
Banco Popular Español	5.281,1	484,4	0,1	15.229,2	3.769,0	0,4
Red Eléctrica Corporación	4.761,5	4.081,3	1,0	7.668,4	5.320,1	0,6
Acciona	3.368,2	3.411,5	0,8	5.955,6	7.929,7	0,9
Banco de Sabadell	3.727,7	4.240,7	1,0	5.727,8	5.623,5	0,6
Grifols	2.173,3	3.228,3	0,8	4.849,1	3.601,6	0,4
Enagás	3.560,7	7.560,3	1,8	6.730,0	6.232,9	0,7
International Airlines Group	3.045,2	3.723,2	0,9	4.007,6	6.564,1	0,7
FCC	2.502,8	2.265,4	0,5	3.468,9	2.964,8	0,3
Acerinox	3.272,1	2.208,0	0,5	4.281,5	2.962,5	0,3
Bankinter	1.967,7	2.551,2	0,6	3.410,6	2.997,5	0,3
Ebro Foods	479,7	1.739,2	0,4	5.313,6	2.795,3	0,3
Obrascón Huarte Lain	2.261,6	16.781,2	4,0	4.114,4	3.225,2	0,4
Mediaset España Comunicación	2.744,4	1.614,6	0,4	5.360,6	4.619,8	0,5
BME	1.490,9	1.552,0	0,4	2.597,8	5.173,3	0,6
Sacyr Vallehermoso	1.448,6	1.933,0	0,5	2.207,4	3.940,5	0,4
Indra Sistemas	2.098,4	2.470,6	0,6	4.352,6	3.874,3	0,4
Técnicas Reunidas	2.661,5	1.794,3	0,4	4.582,4	4.641,0	0,5
Abengoa	1.662,4	1.483,7	0,4	2.746,7	3.170,2	0,3
Gamesa Corporación Tecnológica	1.403,5	793,8	0,2	7.359,9	5.958,9	0,6
ArcelorMittal	479,7	1.677,7	0,4	5.313,6	3.023,3	0,3

Fuente: CNMV. (1) Se consideran las empresas pertenecientes al Ibex 35 el 31 de diciembre de 2011. (2) Capitalización a último día del año. (3) Respecto al total del mercado.

## Ofertas públicas de adquisición de valores autorizadas en 2011

1.9

Importes en millones de euros

Compañía	Autor de la oferta	Finalidad	% capital social sobre el que se dirige	Importe realizado efectivo	Resultado en % <sup>1</sup>
Befesa Medio Ambiente, S.A.	Proyectos de Inversiones Medioambientales, S.L. (grupo Abengoa)	Opa obligatoria por exclusión	2,6	16,1	2,5
Compañía Española de Petróleos, S.A.	International Petroleum Investment Company	Opa voluntaria para toma de control	53,0	3.855,9	51,5
Rústicas, S.A.	Inversiones Mobiliarias y Desarrollo, S.A.	Opa obligatoria por exclusión	1,4	0,6	0,8
<b>Total</b>				<b>3.872,5</b>	

Fuente: CNMV. (1) Porcentaje respecto al capital social. En caso de que haya habido prorrateo, se incluye el coeficiente del mismo.

## Sociedades cotizadas en Latibex por sectores

1.10

Importes en millones de euros, salvo otra indicación

Sector	Nº de empresas		Capitalización			Contratación		
	2010	2011	2010	2011	% var.	2010	2011	% var.
Petróleo	2	1	44,8	32,9	-26,7	87,6	68,7	-21,5
Energía y agua	4	4	25,5	7,9	-69,1	43,7	24,5	-44,0
Minería y metálicas básicas	5	5	127,3	84,4	-33,7	216,7	131,8	-39,2
Químicas	1	1	2,9	1,1	-63,7	4,9	4,4	-9,9
Textil y papeleras	1	1	0,2	0,1	-60,4	0,0	0,0	-
Metal-mecánica	1	1	1,2	0,9	-30,8	10,7	11,4	6,4
Alimentación	1	1	10,5	6,1	-41,8	10,8	9,7	-10,0
Inmobiliarias	2	2	1,5	0,3	-76,3	1,8	3,0	64,1
Transportes y comunicación	3	3	24,0	3,3	-86,3	56,4	30,0	-46,9
Otros no financieros	1	1	0,3	0,3	-5,0	0,9	0,6	-31,7
Bancos	6	6	33,8	12,6	-62,6	57,7	41,9	-27,4
Sociedades de cartera	1	2	4,6	3,9	-15,6	22,3	22,6	1,4
Entidades de financiación	1	1	1,4	2,0	40,0	7,6	9,0	18,3
<b>Total</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>278,1</b>	<b>155,7</b>	<b>-44,0</b>	<b>521,2</b>	<b>357,7</b>	<b>-31,4</b>

Fuente: CNMV.

## Emisiones brutas de las Administraciones Públicas

I.11

Importes nominales en millones de euros

	Importe				% de variación anual		
	2008	2009	2010	2011	09/08	10/09	11/10
<b>Estado</b>	<b>115.181</b>	<b>228.341</b>	<b>209.808</b>	<b>218.245</b>	<b>98,2</b>	<b>-7,7</b>	<b>4,0</b>
Corto plazo	52.657	109.999	114.660	101.843	108,9	4,2	-11,2
Largo plazo	62.523	118.342	95.147	116.402	89,3	-18,8	22,3
<b>Comunidades Autónomas</b>	<b>9.087</b>	<b>19.887</b>	<b>25.249</b>	<b>29.071</b>	<b>115,9</b>	<b>57,5</b>	<b>15,1</b>
Corto plazo	5.054	7.109	6.671	16.359	40,7	20,2	145,2
Largo plazo	4.033	12.778	18.578	12.712	210,3	78,7	-31,6
<b>Corporaciones locales</b>	<b>208</b>	<b>51</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-75,3</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Corto plazo	-	-	-	-	-	-	-
Largo plazo	208	51	0	0	-75,3	-	-
<b>Total AA.PP.</b>	<b>124.475</b>	<b>248.280</b>	<b>235.056</b>	<b>247.316</b>	<b>99,2</b>	<b>-2,5</b>	<b>5,2</b>

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

## Emisiones netas de las Administraciones Públicas

I.12

Importes nominales en millones de euros

	Importe				% de variación anual		
	2008	2009	2010	2011	09/08	10/09	11/10
<b>Estado</b>	<b>50.208</b>	<b>119.397</b>	<b>63.228</b>	<b>69.927</b>	<b>137,8</b>	<b>-47,0</b>	<b>10,6</b>
Corto plazo	19.630	33.439	4.244	851	70,3	-87,3	-79,9
Largo plazo	30.578	85.958	58.985	69.076	181,1	-31,4	17,1
<b>Comunidades Autónomas</b>	<b>1.386</b>	<b>8.760</b>	<b>13.437</b>	<b>8.183</b>	<b>532,0</b>	<b>53,4</b>	<b>-39,1</b>
Corto plazo	430	-168	85	5.416	-	-	6.303,1
Largo plazo	956	8.928	13.352	2.767	833,4	49,6	-79,3
<b>Corporaciones locales</b>	<b>-14</b>	<b>-139</b>	<b>-114</b>	<b>-421</b>	<b>-878,3</b>	<b>18,1</b>	<b>-269,8</b>
Corto plazo	0	0	0	0	-	-	-
Largo plazo	-14	-139	-114	-421	-878,3	18,1	-269,8
<b>Total AA.PP.</b>	<b>51.580</b>	<b>128.017</b>	<b>76.551</b>	<b>77.689</b>	<b>148,2</b>	<b>-40,2</b>	<b>1,5</b>

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

**Contratación de deuda del Estado entre titulares de cuenta.  
Operaciones a vencimiento, con pacto de recompra y simultáneas**

1.13

Importes nominales en millones de euros

	Importe						% de variación anual	
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	10/09	11/10
<b>Letras</b>	<b>480.711</b>	<b>339.956</b>	<b>534.919</b>	<b>862.448</b>	<b>1.362.121</b>	<b>1.653.979</b>	<b>57,9</b>	<b>21,4</b>
A vencimiento	64.164	35.894	63.959	83.501	88.263	142.224	5,7	61,1
Contado	63.694	35.868	63.915	81.441	88.218	138.748	8,3	57,3
Plazo	470	27	44	2.060	45	3.476	-97,8	7623,8
Pacto de recompra	0	0	0	0	0	0	-	-
Simultáneas	416.547	304.062	470.959	778.947	1.273.857	1.511.755	63,5	18,7
<b>Bonos y obligaciones</b>	<b>7.062.437</b>	<b>7.142.097</b>	<b>6.459.838</b>	<b>6.519.727</b>	<b>7.069.772</b>	<b>7.509.742</b>	<b>8,4</b>	<b>6,2</b>
A vencimiento	447.211	418.761	362.239	557.039	885.168	824.920	58,9	-6,8
Contado	444.083	417.749	359.638	551.874	875.696	812.084	58,7	-7,3
Plazo	3.128	1.012	2.602	5.165	9.472	12.836	83,4	35,5
Pacto de recompra	96	0	0	0	0	0	-	-
Simultáneas	6.615.129	6.723.337	6.097.598	5.962.688	6.184.603	6.684.822	3,7	8,1
<b>Total</b>	<b>7.543.148</b>	<b>7.482.053</b>	<b>6.994.757</b>	<b>7.382.175</b>	<b>8.431.893</b>	<b>9.163.721</b>	<b>14,2</b>	<b>8,7</b>

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

**Contratación de deuda del Estado entre titulares y terceros.  
Operaciones a vencimiento, con pacto de recompra y simultáneas**

1.14

Importes nominales en millones de euros

	Importe						% de variación anual	
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	10/09	11/10
<b>Letras</b>	<b>1.214.841</b>	<b>1.254.600</b>	<b>1.687.359</b>	<b>2.229.395</b>	<b>1.957.579</b>	<b>2.038.215</b>	<b>-12,2</b>	<b>4,1</b>
A vencimiento	29.168	22.030	51.352	119.088	342.277	758.584	187,4	121,6
Contado	29.137	21.496	50.695	116.061	332.073	738.061	186,1	122,3
Plazo	31	534	657	3.027	10.204	20.523	237,1	101,1
Pacto de recompra	1.185.339	1.230.166	1.635.437	2.107.507	1.594.756	1.213.816	-24,3	-23,9
Simultáneas	334	2.404	570	2.800	20.546	65.815	633,7	220,3
<b>Bonos y obligaciones</b>	<b>13.857.369</b>	<b>13.927.674</b>	<b>11.262.380</b>	<b>8.910.888</b>	<b>8.162.698</b>	<b>9.086.739</b>	<b>-8,4</b>	<b>11,3</b>
A vencimiento	2.690.033	2.994.352	1.989.753	1.860.227	3.475.261	5.434.659	86,8	56,4
Contado	2.366.230	2.702.273	1.727.881	1.720.908	3.339.033	5.268.242	94,0	57,8
Plazo	323.803	292.079	261.872	139.320	136.228	166.417	-2,2	22,2
Pacto de recompra	9.850.322	9.741.672	8.474.523	6.537.836	4.181.103	2.993.210	-36,0	-28,4
Simultáneas	1.317.014	1.191.650	798.104	512.825	506.333	658.870	-1,3	30,1
<b>Total</b>	<b>15.072.210</b>	<b>15.182.274</b>	<b>12.949.739</b>	<b>11.140.284</b>	<b>10.120.277</b>	<b>11.124.954</b>	<b>-9,2</b>	<b>9,9</b>

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

## Número de emisores y emisiones registradas en la CNMV: detalle por instrumentos

1.15

Anexos  
Anexos estadísticos I

	Número de emisores <sup>1</sup>		Número de emisiones	
	2010	2011	2010	2011
<b>A largo plazo</b>	<b>85</b>	<b>78</b>	<b>290</b>	<b>300</b>
Bonos y obligaciones no convertibles	39	23	154	87
de las cuales, deuda subordinada	5	5	8	9
Bonos y obligaciones convertibles	2	5	3	9
Cédulas hipotecarias	25	30	88	115
Cédulas territoriales	6	7	9	42
Bonos de titulización	36	36	36	45
de activos (BTA)	36	35	36	44
hipotecarios (BTH)	0	1	0	1
Participaciones preferentes	0	1	0	2
Otras emisiones	0	0	0	0
<b>A corto plazo<sup>2</sup></b>	<b>58</b>	<b>49</b>	<b>59</b>	<b>53</b>
Pagarés de empresa	58	49	59	53
de los cuales, de titulización de activos	2	2	2	2
<b>Total</b>	<b>115</b>	<b>103</b>	<b>349</b>	<b>353</b>

Fuente: CNMV. (1) En el caso de los emisores no son cifras excluyentes, un solo emisor ha podido emitir en más de un tipo de instrumento. (2) Programas registrados.

## Principales emisores<sup>1</sup> de renta fija registrados en la CNMV en 2011

1.16

Importes nominales en millones de euros

Nombre de la sociedad emisora	Importe nominal emitido		
	Total	A corto plazo <sup>2</sup>	A largo plazo
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	28.892	0	28.892
Caixabank, S.A.	20.022	6.000	14.022
Banco Santander, S.A.	15.850	7.500	8.350
Bankinter, S.A.	13.427	7.000	6.427
BBVA Banco de Financiación, S.A.	10.000	10.000	0
Santander Consumer Finance, S.A.	10.000	10.000	0
Fondo de Titulización del déficit del sistema eléctrico, FTA	9.906	0	9.906
Banco Popular Español, S.A.	9.050	4.000	5.050
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	8.881	0	8.881
Banco de Sabadell, S.A.	8.617	5.000	3.617
Bankia, S.A.	8.000	5.000	3.000
Fondo de Titulización de Activos Santander Empresas 8, FTA	7.740	0	7.740
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	6.515	0	6.515
Banesto Banco de Emisiones, S.A.	6.500	6.500	0
Fondo de Titulización de Activos Santander Empresas 9, FTA	6.420	0	6.420
Fondo de Titulización de Activos Santander 2, FTA	6.000	6.000	0
Fondo de Titulización de Activos Santander Empresas 10, FTA	5.640	0	5.640
Bankinter Sociedad de Financiación, S.A.	5.000	5.000	0
Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja	5.000	0	5.000
Caja España de Inversiones, Salamanca y Soria, Caja de Ahorros y Monte de Piedad	4.919	1.000	3.919
Caja de Ahorros del Mediterráneo	4.000	0	4.000
Liberbank, S.A.	4.000	4.000	0

Fuente: CNMV. (1) Emisores que durante 2011 registraron emisiones por importe superior a los cuatro mil millones de euros. (2) Programas registrados.

**Principales emisores<sup>1</sup> de renta fija registrados en la CNMV en 2011. Detalle por instrumentos**

1.17

Importes en millones de euros

Tipo de activo <sup>2</sup>	Emisor	Importe
Bonos y obligaciones simples	Caixabank, S.A.	6.603
	Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	3.357
	Banco de Sabadell, S.A.	1.917
Bonos y oblig. convertibles/canjeables	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	3.475
	Caixabank, S.A.	2.969
Cédulas hipotecarias	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	13.083
	Bankinter, S.A.	5.630
	Banco Santander, S.A.	5.350
	Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	5.324
	Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja	5.000
	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	4.825
	Banco Popular Español, S.A.	4.650
	Caja de Ahorros del Mediterráneo	4.000
	Bankia, S.A.	3.000
	Banco Español de Crédito, S.A.	2.595
	Caja España de Inversiones, Salamanca y Soria, Caja de Ahorros y Monte de Piedad	2.550
	Banco de Sabadell, S.A.	1.700
	Cajamar Caja Rural, Sociedad Cooperativa de Crédito	1.500
Cédulas territoriales	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	12.234
	Caixabank, S.A.	4.000
	Banco Santander, S.A.	3.000
	Dexia Sabadell, S.A.	2.000
Programa de pagarés <sup>2</sup>	BBVA Banco de Financiación, S.A.	10.000
	Santander Consumer Finance, S.A.	10.000
	Banco Santander, S.A.	7.500
	Bankinter, S.A.	7.000
	Banesto Banco de Emisiones, S.A.	6.500
	Caixabank, S.A.	6.000
	Banco de Sabadell, S.A.	5.000
	Bankinter Sociedad de Financiación, S.A.	5.000
	Bankia, S.A.	5.000
	Banco Popular Español, S.A.	4.000
	Liberbank, S.A.	4.000
	BBK Empréstitos, S.A.U.	3.000
	Monte de Piedad y Caja de Ahorros de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga, Antequera y Jaén, Unicaja	2.750
	Caja de Ahorros de Murcia	2.500
	Banco Mare Nostrum, S.A.	2.500
	Catalunya Banc, S.A.	2.100
	Banca Civica, S.A.	2.000
NCG Banco, S.A.	2.000	
Banco Pastor, S.A.	1.500	
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Gipuzkoa y San Sebastián	1.500	
Iberdrola Financiación, S.A.	1.500	
Titulización de pagarés <sup>2</sup>	Fondo de Titulización de Activos, Santander 2	6.000

Fuente: CNMV. (1) Emisores con emisión superior a 1.500 millones de euros en 2011, en el instrumento financiero correspondiente. (2) Importe de los programas registrados.

**Emisores de pagarés: mayores<sup>1</sup> saldos vivos a 31 de diciembre de 2011**

1.18

Anexos  
Anexos estadísticos I

Importes en millones de euros

Emisor	Importe	% sobre el total	% acumulado
Banco Santander, S.A.	5.728	14,1	14,1
BBVA Banco de Financiación, S.A.	5.340	13,2	27,3
Banesto Banco de Emisiones, S.A.	3.985	9,8	37,1
Caixabank, S.A.	3.313	8,2	45,2
Banco Popular Español, S.A.	3.027	7,5	52,7
Bankinter, S.A.	2.776	6,9	59,5
Bankia, S.A.	2.415	6,0	65,5
Banco de Sabadell	2.105	5,2	70,6
BBK Empréstitos, S.A.U.	1.668	4,1	74,7
Fondo de Titulización de Activos Santander II	1.563	3,9	78,6
Bankinter Sociedad de Financiación, S.A.	1.500	3,7	82,3
Caja España de Inversiones, Salamanca y Soria, Caja de Ahorros y Monte de Piedad	1.000	2,5	84,8
Banca Cívica, S.A.	859	2,1	86,9
Santander Consumer Finance, S.A.	798	2,0	88,8
Monte de Piedad y Caja de Ahorros de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga, Antequera y Jaén, Unicaja	596	1,5	90,3
Banco Pastor, S.A.	554	1,4	91,7
Banca March, S.A.	502	1,3	92,9

Fuente: CNMV. (1) Emisores con saldo vivo superior a 500 millones de euros.

**Principales emisores<sup>1</sup> de bonos de titulización en 2011**

1.19

Importes en millones de euros

Emisor	Importe	Activos titulizados
Fondo de titulización del déficit del sistema eléctrico	9.906	Otros
Santander Empresas 8	7.740	Préstamos empresas
Santander Empresas 9	6.420	Préstamos empresas
Santander Empresas 10	5.640	Préstamos empresas
Foncaixa Consumo 1	3.080	Préstamos consumo
IM Grupo Banco Popular Empresas 4	2.500	Préstamos empresas
Cédulas Grupo Banco Popular 5	2.350	Cédulas hipotecarias
Santander Hipotecario 7	2.160	Préstamos hipotecarios
FTH Banesto 5	2.100	Préstamos hipotecarios
BBVA RMBS 10	1.600	Préstamos hipotecarios
MBSCAT 3	1.535	Préstamos hipotecarios
IM Grupo Banco Popular Leasing 2	1.500	Arrendamiento financiero
AYT Novacaixagalica Hipotecario I	1.500	Préstamos hipotecarios
IM FTPYME Sabadell 9	1.500	FTPYME

Fuente: CNMV. (1) Emisores con emisiones registradas en la CNMV superiores a 1.500 millones de euros en 2011.

## Emisiones de titulización, por naturaleza del activo titulado

I.20

Importes nominales en millones de euros

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Mediante FTH</b>	<b>4.300</b>	<b>4.740</b>	<b>800</b>	<b>817</b>	<b>0</b>	<b>2.100</b>
<b>Mediante FTA</b>	<b>87.308</b>	<b>136.887</b>	<b>134.453</b>	<b>80.835</b>	<b>63.262</b>	<b>66.313</b>
<b>FTA hipotecarios</b>	<b>60.333</b>	<b>84.205</b>	<b>98.015</b>	<b>39.784</b>	<b>36.035</b>	<b>13.699</b>
Préstamos hipotecarios	34.663	57.550	63.615	24.706	18.425	11.349
Cédulas hipotecarias	25.670	26.655	34.400	15.078	17.610	2.350
Préstamos a promotores	0	0	0	0	0	0
<b>FTA empresas</b>	<b>18.331</b>	<b>32.730</b>	<b>27.279</b>	<b>31.886</b>	<b>10.298</b>	<b>35.678</b>
Pymes <sup>1</sup>	2.979	2.485	1.350	1.010	990	0
FTPYME <sup>1</sup>	7.956	6.474	7.276	0	3.210	3.689
FTGENCAT <sup>1</sup>	1.860	2.020	3.391	1.356	0	0
Préstamos a empresas <sup>2</sup>	5.536	19.250	10.500	25.762	5.350	28.294
Préstamos corporativos <sup>3</sup>	0	0	1.682	2.158	748	775
Arrendamiento financiero	0	2.500	3.080	1.600	0	2.920
<b>FTA otros</b>	<b>8.643</b>	<b>19.953</b>	<b>9.159</b>	<b>9.165</b>	<b>16.929</b>	<b>16.937</b>
Deuda subordinada	298	0	0	0	0	0
Bonos tesorería	1.450	0	765	2.559	0	0
Créditos AA.PP.	0	0	0	0	0	0
Cédulas territoriales	0	0	450	965	0	0
Préstamos consumo	5.527	3.592	6.459	3.725	1.375	4.359
Préstamos auto	1.360	2.840	1.485	1.916	689	1.541
Cuentas a cobrar	0	0	0	0	0	0
Derechos de créditos futuros	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0
Otros créditos	8	13.521	0	0	14.865	11.036
<b>Total bonos de titulización</b>	<b>91.608</b>	<b>141.627</b>	<b>135.253</b>	<b>81.651</b>	<b>63.262</b>	<b>68.413</b>
<b>Total pagarés de titulización emitidos<sup>4</sup></b>	<b>1.993</b>	<b>465</b>	<b>2.843</b>	<b>4.758</b>	<b>5.057</b>	<b>2.366</b>
<b>Total bonos más pagarés</b>	<b>93.600</b>	<b>142.092</b>	<b>138.096</b>	<b>86.410</b>	<b>68.319</b>	<b>70.779</b>
<b>Pro memoria</b>						
Subtotal hipotecario	64.633	88.945	98.815	40.601	36.035	15.799

Fuente: CNMV. (1) Incluye fondos cuya cartera incorpora prácticamente la totalidad de préstamos a pymes. (2) Incluye fondos cuya cartera incorpora préstamos a cualquier tipo de empresas: autónomos, microempresas, pequeñas empresas, medianas empresas y otras empresas de mayor dimensión. (3) Incluye fondos cuya cartera incorpora únicamente préstamos a grandes empresas. (4) Emisiones brutas de los FTA con programas de emisión de pagarés de titulización.

## Contratación en AIAF por cuenta propia

I.21

Importes nominales en millones de euros

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	% var. 11/10
Pagarés	41.916	41.243	84.841	129.828	98.683	49.657	-49,7
Bonos y obligaciones	155.960	231.942	1.606.100	3.635.802	3.519.895	5.757.839	63,6
de los cuales, bonos de titulización	130.624	205.044	1.570.686	3.426.089	2.702.632	5.376.316	98,9
Cédulas hipotecarias	7.071	14.572	84.033	210.273	205.835	576.230	180,0
Cédulas territoriales	23	1.050	1.413	767	4.809	516.905	10.647,7
Bonos matador	2.915	1.363	0	16	0	12	-
<b>Total</b>	<b>207.885</b>	<b>290.169</b>	<b>1.776.388</b>	<b>3.976.687</b>	<b>3.829.222</b>	<b>6.900.642</b>	<b>80,2</b>

Fuente: CNMV.

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

Anexos  
Anexos estadísticos II

### Número, partícipes, patrimonio y descomposición de la variación patrimonial de los fondos de inversión mobiliarios e inmobiliarios<sup>1</sup>

II.1

Importes en millones de euros

Categoría	Nº fondos		Nº partícipes		Importe		Variación total (%)		Variación patrimonial debida a las suscripciones y los rendimientos netos <sup>2</sup>		Pro memoria:	
	2011	Var. s/dic-10	2011	Var. s/dic-10	2011	2010	s/dic-10	Importe	Suscrip. netas	Rdtos. netos	Distribución suscrip. netas	FI (%)
	2011	Var. s/dic-10	2011	Var. s/dic-10	2011	2010	s/dic-10	Importe	Suscrip. netas	Rdtos. netos	Distribución suscrip. netas	FI (%)
Renta fija <sup>3</sup>	508	-29	1.383.812	-238.852	46.946	46.946	-17,1	-9.678	-10.423	745	-95,6	
Renta fija mixta <sup>4</sup>	140	-20	206.938	-63.403	5.254	5.254	-28,2	-2.065	-1.980	-85	-18,2	
Renta variable mixta <sup>5</sup>	128	-10	145.150	-26.186	2.906	2.906	-16,3	-565	-376	-189	-3,4	
Renta variable euro <sup>6</sup>	148	-24	237.815	-28.580	4.829	4.829	-9,9	-525	142	-667	1,3	
Renta variable internacional <sup>7</sup>	220	-12	448.539	-52.599	6.281	6.281	-21,9	-17.43	-796	-947	-7,3	
Garantizado renta fija	351	75	1.042.658	252.577	35.038	35.038	33,9	8.879	7.809	1.070	71,6	
Garantizado renta variable <sup>8</sup>	420	-79	912.298	-153.128	18.014	18.014	-18,3	-4.032	-4.054	22	-37,2	
Fondos globales	203	11	127.336	21.616	5.105	5.105	15,0	664	972	-308	8,9	
De gestión pasiva <sup>9</sup>	59	-2	100.416	10.073	1.986	1.986	5,7	-103	61	-164	0,6	
Retorno absoluto <sup>9</sup>	133	-8	229.099	-48.346	5.990	5.990	-28,2	-2.358	-2.208	-150	-20,2	
<b>Total FI</b>	<b>2.310</b>	<b>-98</b>	<b>4.834.061</b>	<b>-326.828</b>	<b>132.369</b>	<b>132.369</b>	<b>-8,0</b>	<b>-11.526</b>	<b>-10.853</b>	<b>-673</b>	<b>-99,5</b>	
FICIL	26	-5	3.689	-597	378	378	-24,6	-123	-110	-13	-1,0	
Fondos de inversión libre	32	1	1.902	71	659	659	4,8	30	55	-25	0,5	
<b>Total fondos (Total FI+FICIL+FIL)</b>	<b>2.368</b>	<b>-102</b>	<b>4.839.652</b>	<b>-327.354</b>	<b>133.406</b>	<b>133.406</b>	<b>-8,0</b>	<b>-11.619</b>	<b>-10.908</b>	<b>-711</b>	<b>-100,0</b>	
<b>Fondos inmobiliarios</b>	<b>6</b>	<b>-1</b>	<b>29.735</b>	<b>-45.545</b>	<b>4.495</b>	<b>4.495</b>	<b>-26,5</b>	<b>1.621</b>	<b>-1.450</b>	<b>-171</b>	<b>-</b>	
<b>IIC extranjeras<sup>10</sup></b>	<b>739</b>	<b>79</b>	<b>761.380</b>	<b>-104.387</b>	<b>29.970</b>	<b>29.970</b>	<b>-18,3</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	

Fuente: CNMV. (1) Fondos que han remitido estados reservados (no incluye por tanto fondos en proceso de disolución o liquidación). (2) Para cada categoría, la variación patrimonial se debe a las suscripciones netas de reembolsos, a los rendimientos netos del patrimonio y al saldo neto patrimonial producido por los cambios en la vocación inversora. (3) Hasta 1T09 incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, Renta fija internacional y monetarios. Desde 2T09 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios. (4) Hasta 1T09 incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional. (5) Hasta 1T09 incluye: Renta variable 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 EE.UU., RVI emergentes y RVI otros. Desde 2T09: RVI. (8) Hasta 1T09: GRV y Garantía parcial. (9) Nuevas categorías desde 2T09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales. (10) En las magnitudes referidas a las IIC extranjeras están incluidos sociedades y fondos. El dato de patrimonio para las IIC extranjeras se refiere al volumen de inversión, que es el resultado de multiplicar el número de acciones y participaciones comercializadas en España por su valor a final de año.

## Cartera de los fondos: peso en el saldo vivo de valores españoles

II.2

%

	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Renta variable cotizada<sup>1</sup></b>	<b>3,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>
<b>Renta fija privada</b>	<b>8,1</b>	<b>4,8</b>	<b>4,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>
Corto plazo	38,1	28,4	31,3	16,0	6,6
Largo plazo	3,6	2,5	2,8	3,0	3,1
<b>Renta fija pública</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	<b>4,4</b>	<b>5,3</b>
Corto plazo <sup>2</sup>	6,6	14,5	7,8	7,5	6,6
Largo plazo	2,9	1,9	3,1	3,8	4,9

Fuente: CNMV y Banco de España. (1) Cartera a valor de realización sobre la capitalización de los valores nacionales en el mercado continuo, corros y MAB. (2) No incluye las adquisiciones temporales de activos.

## Gastos repercutidos a los fondos de inversión de carácter financiero

II.3

% sobre patrimonio medio diario

	Comisión de gestión			Comisión de depósito <sup>1</sup>		
	2009 <sup>2</sup>	2010	2011	2009 <sup>2</sup>	2010	2011
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>0,87</b>	<b>0,91</b>	<b>0,93</b>	<b>0,09</b>	<b>0,09</b>	<b>0,09</b>
Renta fija	0,63	0,65	0,64	0,08	0,08	0,08
Renta fija mixta	1,14	1,20	1,16	0,09	0,10	0,10
Renta variable mixta	1,58	1,65	1,59	0,10	0,12	0,12
Renta variable euro	1,75	1,78	1,79	0,10	0,11	0,11
Renta variable internacional	1,79	1,84	1,77	0,12	0,12	0,12
Garantizado renta fija	0,65	0,62	0,73	0,08	0,07	0,07
Garantizado renta variable	1,26	1,24	1,23	0,11	0,10	0,09
Fondos globales	1,08	1,06	1,10	0,08	0,09	0,09
De gestión pasiva	–	0,72	0,74	–	0,07	0,07
Retorno absoluto	–	1,06	1,09	–	0,08	0,08
<b>FIICIL</b>	<b>1,34</b>	<b>1,37</b>	<b>1,46</b>	<b>0,10</b>	<b>0,13</b>	<b>0,08</b>
<b>Fondos de inversión libre<sup>3</sup></b>	<b>2,45</b>	<b>2,13</b>	<b>1,77</b>	<b>0,10</b>	<b>0,13</b>	<b>0,06</b>

Fuente: CNMV. (1) En los fondos de inversión libre, comisiones de financiación. (2) No se incluyen las comisiones de los fondos globales y de los fondos de gestión pasiva, ya que estas vocaciones se introdujeron con la Circular 1/2009, a partir del segundo trimestre de 2009. Sin embargo, la información es utilizada para el cálculo de las comisiones del total de fondos de inversión. (3) Porcentaje sobre el patrimonio medio mensual.

## Evolución de las rentabilidades y las suscripciones netas de los fondos de inversión<sup>1</sup>

II.4

Rentabilidad en % y suscripciones netas en millones de euros

	2007		2008		2009		2010		2011	
	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas
Renta fija <sup>2</sup>	2,7	-5.852	2,1	-22.333	1,9	-7.479	0,1	-27.150	1,56	-10.428
Renta fija mixta <sup>3</sup>	2,0	-1.942	-7,1	-6.222	6,9	2.543	-0,5	-1.417	-1,34	-1.925
Renta variable mixta <sup>4</sup>	2,8	-1.277	-22,2	-3.325	16,5	-461	-1,0	-90	-5,64	-320
Renta variable euro <sup>5</sup>	6,1	-5.071	-39,8	-5.759	32,4	-274	-2,9	-697	-11,71	152
Renta variable internacional <sup>6</sup>	1,3	-586	-41,7	-5.348	37,3	764	14,2	1.152	-10,83	-818
Garantizado renta fija	2,8	2.715	3,3	2.438	3,8	-3.249	-0,7	4.716	3,28	7.228
Garantizado renta variable <sup>7</sup>	2,5	-3.605	-2,6	-11.672	3,6	-5.402	-1,8	-2.500	0,14	-3.061
Fondos globales	1,6	-6.259	-8,6	-15.181	10,9	206	3,2	324	-4,64	945
De gestión pasiva <sup>8</sup>	-	-	-	-	-	-173	-2,4	-790	-7,33	-274
Retorno absoluto <sup>8</sup>	-	-	-	-	-	822	1,5	872	-1,87	-2.337
<b>Total FI</b>	<b>2,7</b>	<b>-21.878</b>	<b>-4,2</b>	<b>-67.402</b>	<b>5,7</b>	<b>-12.702</b>	<b>0,4</b>	<b>-25.615</b>	<b>-0,08</b>	<b>-10.838</b>
FIICIL	-1,0	1.006	-15,4	351	7,4	-401	1,5	-87	-3,0	-110
FIL	2,2	378	-5,4	131	15,1	46	5,8	-42	-2,7	55
<b>Total fondos (Total FI+FIICIL+FIL)</b>	<b>2,7</b>	<b>20.494</b>	<b>-4,3</b>	<b>-66.921</b>	<b>5,8</b>	<b>-13.057</b>	<b>0,4</b>	<b>-25.744</b>	<b>-0,1</b>	<b>-10.908</b>
<b>FIAMM</b>	<b>2,1</b>	<b>-54629</b>	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Fondos Inmobiliarios</b>	<b>6,0</b>	<b>1.673</b>	<b>1,6</b>	<b>-1.267</b>	<b>-8,3</b>	<b>-321</b>	<b>-4,7</b>	<b>-35</b>	<b>-3,23</b>	<b>-1.450</b>
<b>Pro memoria: importe comercializado por las entidades españolas y las extranjeras residentes</b>										
IIIC extranjeras	-	6.435	-	-10.016	-	3.291	-	9.082	-	-7.897

Fuente: CNMV. (1) Fondos que han remitido estados reservados (no incluye por tanto fondos en proceso de disolución o liquidación). (2) Hasta 1T09 incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, Renta fija internacional y monetarios. Desde 2T09 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios. (3) Hasta 1T09 incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional. (4) Hasta 1T09 incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional. (5) Hasta 1T09 incluye: Renta variable nacional y Renta variable euro. Desde 2T09 incluye Renta variable euro (que ya incluye RVN). (6) Hasta 1T09 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EE.UU., RVI emergentes y RVI otros. Desde 2T09: RVI. (7) Hasta 1T09: GRV. Desde 2T09: GRV y Garantía parcial. (8) Nuevas categorías desde 2T09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.

<b>IIC extranjeras comercializadas en España</b>			
	2010	2011	Var. (%)
<b>Número de instituciones</b>	<b>660</b>	<b>739</b>	<b>11,2</b>
<b>Número de inversores</b>	<b>865.767</b>	<b>426</b>	<b>12,4</b>
<b>Volumen de inversión (millones de euros)</b>	<b>36.693</b>	<b>29.969</b>	<b>-25,2</b>
<b>Distribución por país de origen</b>			
Alemania	20	20	0,0
Austria	27	25	-7,4
Bélgica	5	5	0,0
Francia	225	284	26,2
Holanda	1	1	0,0
Irlanda	75	87	16,0
Luxemburgo	290	297	2,4
Malta	1	1	0,0
Reino Unido	16	19	18,8

Fuente: CNMV.

#### **Sociedades gestoras de IIC (SGIIC): altas y bajas en 2011**

<b>Sociedad gestora de IIC</b>	<b>Grupo de control</b>
<b>Altas</b>	
Norfin Inversiones Inmobiliarias, S.A., SGIIC	Norfin Invetimentos, S.G.P.S., S.A.
<b>Bajas</b>	
Cajamar Gestión SGIIC, S.A.	Caja Rural Intermediterránea, Sociedad Cooperativa de Crédito
Caixa Tarragona Gestió, S.A., SGIIC	Caixa d'Estalvis de Catalunya, Tarragona i Manresa
Caixa Manresa Inversió, S.A., SGIIC	Caixa de'Estavis de Catalunya, Tarragona i Manresa
M&B Capital Advisers Gestión, SGIIC, S.A.	Grupo M&B
Caixa Girona Gestio, S.A.U., SGIIC	La Caixa
Gespastor, S.A., SGIIC	Banco Espirito Santo
Altamar Gestión Alternativa, SGIIC, S.A.	Independiente
Goldman Sachs Gestión, SGIIC, S.A.	Goldman Sachs
Crédit Agricole Mercagestión, S.A., SGIIC	Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Pyrénées Gascogne
Gesduero, SGIIC, S.A.	Banco de Caja España de Inversiones, Salamanca y Soria

Fuente: CNMV.

**ESI extranjeras con pasaporte comunitario: Estado Miembro de origen<sup>1</sup>**

II.7

Anexos  
Anexos estadísticos II

	2010	2011
<b>Número de ESI extranjeras operantes en España</b>		
Libre prestación de servicios	2.145	2.341
Sucursales	39	36
<b>Distribución según el Estado de origen</b>		
<b>Libre prestación de servicios</b>		
Alemania	41	49
Austria	25	24
Bélgica	9	8
Bulgaria	2	5
Chipre	32	51
Dinamarca	14	17
Eslovenia	1	1
Estonia	1	1
Finlandia	5	6
Francia	43	46
Gibraltar	2	1
Grecia	8	8
Holanda	72	76
Hungría	2	2
Irlanda	48	46
Italia	6	6
Letonia	0	1
Liechtenstein	5	7
Luxemburgo	18	20
Malta	6	8
Noruega	25	27
Portugal	8	9
Reino Unido	1.762	1.912
República Checa	1	1
Suecia	9	9
<b>Sucursales</b>		
Alemania	2	3
Bulgaria	1	0
Francia	4	3
Holanda	2	2
Luxemburgo	1	1
Noruega	0	1
Polonia	1	1
Portugal	1	1
Reino Unido	27	24

Fuente: CNMV. (1) Países indicados en las comunicaciones de ESI de Estados Miembros de la UE y autorizaciones de ESI de Estados no miembros de la UE.

## Altas y bajas de sociedades y agencias de valores, empresas de asesoramiento financiero y ESI extranjeras con sucursal

II.8

Entidad	Grupo de control
<b>Sociedades y agencias de valores</b>	
<b>Altas</b>	
Nmas 1 Equities, S.V., S.A.	Independiente
Attitude Asesores, A.V., S.A.	Independiente
<b>Bajas</b>	
Delforca 2008 S.V., S.A.	Independiente
Allianz Inversiones, S.V., S.A.	Allianz AG
SGAM Ibérica, A.V., S.A.	Amundi
<b>Empresas de asesoramiento financiero</b>	
<b>Altas</b>	
JM Investment Kapital Partners EAFI, S.L.	Independiente
Serfix Investment, EAFI, S.L.	Independiente
Javier Mateo Palomero, EAFI	Independiente (persona física)
Gestione de Finanzas EAFI, S.L.	Independiente
Ágora Asesores Financieros, EAFI, S.L.	Independiente
Skipper Capital Advisors, EAFI, S.L.	Independiente
José García Fernández, EAFI	Independiente (persona física)
Sotogrande Financial Adviser EAFI, S.L.	Independiente
Lex Centro de Asesores Técnico Financieros, EAFI, S.A.	Independiente
Jesús Arlaban Gabeiras, EAFI	Independiente (persona física)
DRDA Iberia EAFI, S.L.	Independiente
Active Compass EAFI, S.L.	Independiente
Francisco Javier Concepción Perera	Independiente (persona física)
ECOMT EAFI, S.L.	Independiente
Jordi Pumarola Batllé, EAFI	Independiente (persona física)
Jaime Borrás Martínez, EAFI	Independiente (persona física)
Juan Carlos Costa Tejedor, EAFI	Independiente (persona física)
Argenta Patrimonios, EAFI, S.L.	Independiente
Getino Finanzas, EAFI, S.L.	Independiente
DSTM, S.L., EAFI	Independiente
Mutuavalors dels Enginyers, EAFI, S.L.	Independiente
C&R Investment Financial Advisor, EAFI, S.L.	Independiente
Ramón Díaz Zarate, EAFI	Independiente (persona física)
Juan Vicente Santos Bonet	Independiente (persona física)
Santiago Charro del Castillo, EAFI	Independiente (persona física)
Miura Asesoras EAFI, S.L.	Independiente
JVC Vicandi EAFI, S.L.U.	Independiente
Ana Rafels Drago, EAFI	Independiente (persona física)
Lourido Partners EAFI, S.L.	Independiente
Audaris Partners, EAFI, S.L.	Independiente
Essentia Consultores EAFI S.L.	Independiente

## Altas y bajas de sociedades y agencias de valores, empresas de asesoramiento financiero y ESI extranjeras con sucursal (continuación)

II.8

Anexos  
Anexos estadísticos II

Entidad	Grupo de control
<b>Bajas</b>	
José Carlos López Moraleja, EAFI	Independiente (persona física)
<b>ESI extranjeras con sucursal</b>	
<b>Altas</b>	
Icap Energy AS, Sucursal en España	ICAP Plc
Worldspreads Limited, Sucursal en España	WorldSpreads Limited
Stifel Nicolaus Europe Limited, Sucursal en España	Stifel Nicolaus
EFG Financial Products (Europe) GmbH, Sucursal en España	EFG Financial Products, Ltd.
Tullet Prebon (Europe) Limited, Sucursal en España	Tullet Prebon
<b>Bajas</b>	
Novus Capital Markets Limited, Sucursal en España	Novus Capital Markets
J.P. Morgan Securities Limited, Sucursal en España	J.P. Morgan
Invesco Asset Management, S.A., Sucursal en España	Invesco Ltd
Rubicon Fund Management LLP, Sucursal en España	Rubicon Fund Management, LLP
Evolution Securities Limited, Sucursal en España	Investec PLC
Crédit Suisse Asset Management Limited, Sucursal en España	Crédit Suisse
Deltastock AD, Sucursal en España	Deltastock AD
Stifel Nicolaus Limited, Sucursal en España	Stifel Nicolaus

Fuente: CNMV.

## Cambios de control en sociedades y agencias de valores. 2011

II.9

Entidad	Adquiriente
<b>Tomas de control por entidades financieras españolas</b>	
Arcalia Patrimonios, S.V., S.A.	Bankia
CAI Bolsa, S.V., S.A.	Banco Grupo Cajatres
Fineco S.V., S.A.	Kutxabank
Caja Madrid Bolsa, S.V., S.A.	Bankia
Norbolsa, S.V., S.A.	Kutxabank
<b>Tomas de control por entidades financieras extranjeras</b>	
BSI Spain Wealth Management, A.V., S.A.	Lazard
Interdin Bolsa, S.V., S.A.	Banca Privada D'Andorra
Mirabaud Finanzas, S.V., S.A.	Mirabaud

Fuente: CNMV.

**ESI españolas con pasaporte comunitario a cierre de año.  
Estado Miembro de acogida<sup>1</sup>**

II.10

	2010	2011
<b>Número de ESI con actuación transfronteriza</b>		
Libre prestación de servicios	37	43
Sucursales	3	6
<b>Distribución por países de la actuación transfronteriza de las ESI españolas<sup>2</sup></b>		
<b>Libre prestación de servicios</b>		
Alemania	22	23
Austria	8	10
Bélgica	15	16
Bulgaria	2	2
Chipre	1	1
Dinamarca	8	8
Eslovenia	1	1
Estonia	1	1
Finlandia	7	7
Francia	20	22
Grecia	9	9
Holanda	16	18
Hungría	2	2
Irlanda	12	14
Islandia	3	3
Italia	16	18
Letonia	1	1
Liechtenstein	1	1
Lituania	1	1
Luxemburgo	15	20
Malta	3	3
Noruega	3	4
Polonia	2	3
Portugal	24	28
Reino Unido	22	25
República Checa	2	2
República Eslovaca	2	2
Rumanía	2	3
Suecia	9	10
<b>Sucursales</b>		
Francia	0	1
Italia	1	2
Reino Unido	1	2
Suecia	1	1

Fuente: CNMV. (1) Países indicados en las comunicaciones de libre prestación de servicios y en las autorizaciones de apertura de sucursales. (2) Número de ESI españolas que prestan servicios en otros Estados. Una misma entidad puede prestar servicios en uno o más Estados.

**Entidades de crédito extranjeras autorizadas para prestar servicios de inversión en España a cierre de año. Estado Miembro de origen**

II.11

Anexos  
Anexos estadísticos II

	2010	2011
<b>Número de EC extranjeras que prestan servicios de inversión en España</b>		
<b>EC comunitarias</b>		
Libre prestación de servicios	364	374
Filiales de EC comunitarias en régimen de libre prestación de servicios	1	0
Sucursales	53	55
<b>EC extracomunitarias</b>		
Libre prestación de servicios	2	1
Sucursales	8	7
<b>Distribución según el Estado de origen</b>		
<b>Libre prestación de servicios</b>	<b>366</b>	<b>375</b>
<b>EC comunitarias</b>	<b>364</b>	<b>374</b>
Alemania	41	44
Austria	30	28
Bélgica	9	10
Chipre	2	3
Dinamarca	9	9
Finlandia	6	6
Francia	47	50
Grecia	1	1
Holanda	26	28
Hungría	5	5
Irlanda	30	30
Islandia	1	1
Italia	8	8
Liechtenstein	3	4
Luxemburgo	47	43
Malta	6	6
Noruega	3	3
Portugal	10	12
Reino Unido	75	78
Suecia	5	5
<b>EC extracomunitarias</b>	<b>2</b>	<b>1</b>
Suiza	2	1
<b>Filiales de EC comunitarias en régimen de libre prestación de servicios</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
Irlanda	1	0
<b>Sucursales</b>	<b>61</b>	<b>62</b>
<b>EC comunitarias</b>	<b>53</b>	<b>55</b>
Alemania	6	7
Austria	0	1
Bélgica	3	2
Dinamarca	1	1
Francia	11	12
Holanda	4	5
Irlanda	3	2
Italia	2	1
Luxemburgo	5	6
Portugal	8	8
Reino Unido	9	10
Suecia	1	0
<b>EC extracomunitarias</b>	<b>8</b>	<b>7</b>
Argentina	1	1
Brasil	1	1
Estados Unidos	4	3
Japón	1	1
Suiza	1	1

Fuente: Banco de España.



## Número de accionistas de las sociedades del Ibex 35<sup>1</sup> con participación significativa

III.1

Entidades	Participación				
	3%-5%	5%-10%	10%-25%	25%-50%	50%-100%
Abengoa	-	-	-	-	1
Abertis	-	1	-	2	-
Acciona	2	-	1	1	-
Acerinox	4	1	3	-	-
ACS	-	2	3	-	-
Arcelor Mittal	-	1	-	-	-
BBVA	2	1	-	-	-
Banco Sabadell	-	4	-	-	-
Bankia	1	-	-	-	1
Amadeus	1	3	1	-	1
Banco Popular	1	3	1	-	-
Banco Santander	1	-	-	-	-
Bankinter	-	1	2	-	-
BME	1	3	-	-	-
Caixabank	-	-	-	-	1
DÍA	1	1	-	-	1
Ebro Foods	1	2	2	-	-
Enagás	3	6	-	-	-
Endesa	-	-	-	-	1
Ferrovial	1	1	1	-	-
FCC	1	-	-	-	1
Gamesa	1	-	1	-	-
Gas Natural	1	-	-	-	1 <sup>2</sup>
Mediaset	1	-	1	1	-
Grifols	-	4	1	-	-
Iberdrola	-	3	1	-	-
IAG	2	1	1	-	-
Indra	-	5	1	-	-
Inditex	-	1	-	-	1
Mapfre	-	-	1	-	1
OHL	1	1	-	-	1
REE	4	-	1	-	-
Repsol YPF	1	-	1	1 <sup>3</sup>	-
Sacyr Vallehermoso	-	5	4	-	-
Técnicas Reunidas	1	-	-	1	-
Telefónica	1	2	-	-	-
Total	33	52	27	6	11

Fuente: CNMV. (1) Composición del Ibex 35 al cierre del ejercicio. (2) Acción concertada entre La Caixa y Repsol (3) Acción concertada entre Sacyr y Pemex.

## Referencia Resoluciones

**(1/11) Orden Ministerial de 31 de enero de 2011**

Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad, en su condición de consejero de una sociedad emisora, y a una persona física, en su doble condición de consejero de una sociedad emisora y accionista significativo de otra, por la presunta comisión de una infracción muy grave –en el caso de la sociedad– y dos infracciones muy graves –en el caso de la persona física–, todas ellas del artículo 99 p) de la LMV –incumplimiento del régimen de participaciones significativas en sociedades emisoras. Se sanciona con multa de 12.000 euros por cada una de las infracciones.

**(2/11) Orden Ministerial de 7 de febrero de 2011**

Resuelve, en lo relativo a la infracción muy grave del artículo 99 l) LMV –por la insuficiencia de medios técnicos y humanos– el expediente sancionador incoado a una ESI y a su Presidente y Consejero Delegado. Se sanciona a la ESI con multa de 30.000 euros, y a su presidente con multa de 15.000 euros.

**(3/11) Resolución del Consejo de la CNMV de 23 de febrero de 2011**

Resuelve el expediente sancionador incoado a dos personas físicas por la presunta comisión, por una de ellas, de una infracción muy grave del artículo 99 o) de la LMV –comunicación a terceros de información privilegiada–, y de una infracción grave del artículo 100 x) del mismo texto legal –utilización de información privilegiada– por la otra. Se concluye con la inexistencia de ambas infracciones.

**(4/11) Orden Ministerial de 7 de marzo de 2011**

Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física, en su condición de administrador de una sociedad emisora, por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) de la LMV –incumplimiento del régimen de participaciones significativas en sociedades emisoras. Se le sanciona con multa de 12.000 euros.

**(5/11) Resolución del Consejo de la CNMV de 4 de abril de 2011**

Resuelve, en lo relativo a la ESI, el expediente sancionador incoado a una ESI por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100 x) bis de la LMV –no comunicar a la CNMV operaciones sospechosas de abuso de mercado–, y a una sociedad emisora y su presidente por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 i) de la LMV –manipulación de mercado. Se sanciona a la ESI con multa de 30.000 euros.

**(6/11) Resolución del Consejo de la CNMV de 4 de abril de 2011**

Resuelve, en lo relativo a la inexistencia de responsabilidad de dos de los miembros del Consejo de administración, el expediente sancionador incoado a una sociedad emisora y a los diez miembros de su consejo, por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 m) de la LMV –remisión con retraso del informe financiero anual.

**(7/11) Orden Ministerial de 11 de abril de 2011**

Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física, en su condición de administrador de una sociedad emisora, por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) de la LMV –incumplimiento del régimen de participaciones significativas en sociedades emisoras. Se le sanciona con multa de 12.000 euros.

**(8/11) Orden Ministerial de 11 de abril de 2011**

Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad, en su condición de administrador de una sociedad emisora, por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) de la LMV –incumplimiento del régimen de participaciones significativas en sociedades emisoras. Se le sanciona con multa de 18.000 euros.

**(9/11) Orden Ministerial de 20 de abril de 2011**

Resuelve, en lo relativo a la sociedad emisora y su presidente, el expediente sancionador incoado a una ESI por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100 x) bis de la LMV –no comunicar a la CNMV operaciones sospechosas de abuso de mercado–, y a una sociedad emisora y su presidente por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 i) de la LMV –manipulación de mercado. Se sanciona con multas de 150.000 euros a la entidad y de 60.000 euros a su presidente.

**(10/11) Orden Ministerial de 9 de mayo de 2011**

Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad emisora y a su presidente, por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 ñ) de la LMV –no comunicación a la CNMV de información relevante. Se sanciona con multas de 50.000 euros a la entidad y de 75.000 euros a su presidente.

**(11/11) Orden Ministerial de 25 de mayo de 2011**

Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad emisora y a los diez miembros de su Consejo de administración, por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 m) de la LMV –remisión con retraso del informe financiero anual. Se concluye con la imposición de sanción de 30.000 euros a la entidad, y de sanciones por un total de 105.000 euros a ocho de los diez miembros del Consejo de administración.

## Referencia Resoluciones

(12/11)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 9 de junio de 2011</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a cuatro sociedades por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 r) de la LMV –suministro de información engañosa en un folleto de opa. Se concluye rebajando la calificación a infracción grave del artículo 100 z) bis de la LMV y se sanciona a las entidades con multas por importe global de 100.000 euros.
(13/11)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 9 de junio de 2011</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad emisora y a los miembros de su Consejo de administración por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 m) de la LMV –retraso en la remisión a la CNMV del informe financiero anual– y una infracción grave del artículo 100 b) bis –falta de presentación en la CNMV del informe anual de gobierno corporativo. Se concluye rebajando a grave –del artículo 100 j) LMV– la infracción muy grave, sancionando a la sociedad con dos multas de 1.500 euros cada una y declarando la inexistencia de responsabilidad de los administradores.
(14/11)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 28 de julio de 2011</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad emisora por la presunta comisión de dos infracciones graves, una del artículo 100 b) bis y otra del artículo 100 j), ambos de la LMV, por el retraso en la remisión a la CNMV del informe anual de gobierno corporativo, y de varios informes financieros periódicos, respectivamente. Se sanciona a la entidad con dos multas de 1.500 euros cada una.
(15/11)	<b>Orden Ministerial de 2 de agosto de 2011</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una SGIIIC por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 80 n) de la LIIC, por la vulneración del régimen de ingresos, comisiones y gastos imputables a las IIC administradas. Se sanciona a la entidad con multa de 14 millones de euros.
(16/11)	<b>Orden Ministerial de 3 de octubre de 2011</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad emisora y a los miembros de su Consejo de administración por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 m) de la LMV por el retraso en la remisión a la CNMV del informe financiero anual. Se sanciona con multa de 18.000 euros a la entidad y con multas por importe global de 50.000 euros a los administradores.
(17/11)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 5 de octubre de 2011</b>
	Resuelve, en lo relativo a la infracción grave del artículo 100 b) de la LMV –no contestar en plazo los requerimientos de la CNMV–, el expediente sancionador incoado a una sociedad emisora y a los miembros de su Consejo de administración por la presunta comisión de varias infracciones de la LMV. Se concluye con la rebaja de la calificación de la infracción grave a leve y se sanciona a la entidad con multa por importe de 10.000 euros.
(18/11)	<b>Orden Ministerial de 13 de octubre de 2011</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una ESI por la presunta comisión de dos infracciones muy graves del artículo 99 p) de la LMV –incumplimiento del régimen de comunicación de participaciones significativas en sociedades emisoras. Se le sanciona con multas de 12.000 y 6.000 euros.
(19/11)	<b>Orden Ministerial de 4 de noviembre de 2011</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad emisora y sus administradores por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 m) de la LMV –falta de remisión a la CNMV del informe financiero anual. Se sanciona con multa de 3.000 euros a la entidad y de 9.000 euros a cada uno de sus administradores.
(20/11)	<b>Orden Ministerial de 16 de noviembre de 2011</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a dos personas físicas por la presunta comisión, por cada uno de ellos, de una infracción muy grave del artículo 99 o) de la LMV, por comunicar información privilegiada a terceros y utilizarla, respectivamente. Se sanciona con multa de 120.000 euros a una de las personas y de 240.000 euros a la otra.
(21/11)	<b>Orden Ministerial de 2 de diciembre de 2011</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) de la LMV –incumplimiento del régimen de comunicación de participaciones significativas en sociedades emisoras. Se le sanciona con multa de 50.000 euros.
(22/11)	<b>Orden Ministerial de 15 de diciembre de 2011</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad emisora y a su presidente por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 ñ) de la LMV, por no haber comunicado a la CNMV información relevante relativa a la sociedad. Se sanciona con multa de 50.000 euros a la sociedad y de 100.000 euros a su presidente.

**Relación de sentencias recaídas en recursos contencioso-administrativos (RCA) durante 2011 contra resoluciones en materia de sanciones**

III.3

Nº	Fecha	Tribunal	Nº de R.C.A.	Acto recurrido
1	17/01/2011	Tribunal Supremo	396/2001	Sentencia AN 12/07/2005
Desestima el recurso de casación para la unificación de doctrina interpuesto contra la SAN de 12 de julio de 2005 que confirma las sanciones impuestas, en relación con infracciones graves de las letras b), c), g), h) y t) del artículo 100 de la LMV, por Resolución del Consejo de la CNMV de 27 de junio de 2000, confirmada en alzada por Resolución del Ministerio de Economía de 12 de marzo de 2001.				
2	26/01/2011	Audiencia Nacional	605/2009	Resolución MEH 07/07/2009
Confirma las sanciones impuestas por Orden del Ministro de Economía y Hacienda de 24 de abril de 2009 sobre infracción muy grave del artículo 80 f) de la LIIC, confirmada en reposición por Resolución del Ministerio de Economía y Hacienda de 7 de julio de 2009.				
3	13/04/2011	Audiencia Nacional	1/2010	Orden MEH 02/11/2009
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 2 de noviembre de 2009 en relación con infracción muy grave del artículo 99 o) de la LMV.				
4	27/04/2011	Audiencia Nacional	70/2010	Orden MEH 09/12/2009
Estima parcialmente el RCA interpuesto contra la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 9 de diciembre de 2009 sobre imposición de sanciones por infracciones muy graves del artículo 80 de la LIIC, anulando la sanción impuesta por una de las infracciones.				
5	26/05/2011	Tribunal Supremo	323/2008	Sentencia AN 10/06/2009
Auto del TS que inadmite el recurso de casación interpuesto contra la SAN de 10 de junio de 2009 que confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 4 de febrero de 2008, confirmada en reposición por Resolución del mismo Ministerio de 30 de mayo de 2008, en relación con infracción muy grave del artículo 99 o) de la LMV. Declara firme la sentencia recurrida.				
6	01/06/2011	Audiencia Nacional	263/2010	Orden MEH 12/02/2010
Confirma las sanciones impuestas por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 12 de febrero de 2010 en relación con infracciones muy graves de las letras p) y r) del artículo 99 de la LMV.				
7	20/06/2011	Audiencia Nacional	558/2010	Resolución MEH 15/06/2010
Confirma la Resolución del Ministerio de Economía y Hacienda de 15 de junio de 2010 que inadmite el recurso de reposición interpuesto contra Orden del mismo Ministerio de 25 de febrero de 2010 que impone sanciones en relación con infracción muy grave del artículo 99 o) de la LMV.				
8	20/06/2011	Audiencia Nacional	548/2010	Resolución MEH 03/03/2010
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 25 de febrero de 2010 confirmada en reposición por Resolución del mismo Ministerio de 3 de marzo de 2010 en relación con infracción muy grave del artículo 99 o) de la LMV.				
9	27/09/2011	Tribunal Supremo	290/2006	Sentencia AN 21/10/2008
Desestima el recurso de casación interpuesto contra la SAN de 21 de octubre de 2008 que confirma la sanción impuesta –en relación con infracción muy grave del artículo 99 o) de la LMV– por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 10 de marzo de 2006, confirmada en reposición por Resolución del mismo Ministerio de 16 de junio de 2006.				

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
<b>Advertencias de la CNMV sobre entidades no autorizadas</b>		
21/02/2011	BARBELL DUH, S.L.	CNMV
21/02/2011	JORGE RAFAEL CALDERÓN ZAMANILLO	CNMV
21/02/2011	CLOSE ON, S.L.	CNMV
21/02/2011	DEALERS QUALITY CONSULTING, S.L. WWW.DEALERS.COM.ES	CNMV
21/02/2011	IBERIA SECURITIES	CNMV
21/02/2011	INFORMACIÓN QUALIFICADA BOLSA, S.L.	CNMV
21/02/2011	TRADING BOLSA, S.L.	CNMV
21/02/2011	TRAVEL RULE, S.L.	CNMV
28/03/2011	PROYECTALIA GRUPO EMPRESARIAL, S.L. WWW.SIRENTABLE.COM	CNMV
04/04/2011	BELLFIELD INTERNACIONAL ESPAÑA, S.L. KLAUS ULRICH MÜLLER WWW.BELLFIELD-BARNA.COM	CNMV
11/04/2011	BOLSARENTABLE ASESORES FINANCIEROS WWW.BOLSARENTABLE.COM	CNMV
18/04/2011	BARVETII WEALTH CONSULTANTS WWW.BARVETII.COM	CNMV
18/04/2011	OVANNIS CAPITAL WWW.OVANNISCAPITAL.COM	CNMV
25/04/2011	BOY MALON 21, S.L. (EUROPEAN FINANCIAL SERVICES)	CNMV
25/04/2011	MACMILLAN FINE INTERNATIONAL WWW.MACMILLANFINE.COM	CNMV
18/07/2011	BUSINESS CASTLE FENIX, S.L. WWW.CASTLEFENIX.COM	CNMV
18/07/2011	MERCADIA ASESORES, S.A. HTTP://MERCADIAASESORES.COM	CNMV
18/07/2011	SEARCH PROFIT CORPORATION, S.L.U. RAMON LUENGO MONTESINOS	CNMV
18/07/2011	THE ROIET TRADING WWW.ROIET-TRADING.COM	CNMV
01/08/2011	MERCADIVISAS INTERNACIONAL, S.A. EDUARDO CARMONA SÁNCHEZ WWW.MERCADIVISASINTERNACIONAL.COM JUAN LUIS ORTIZ GAJINO	CNMV
01/08/2011	QUATERMAAN BROTHERS GESTIÓN, S.L. VICTORIA FERNANDA GÁLVEZ OSSA WWW.QBGESTION.COM	CNMV
01/08/2011	RED HOUSE CAPITAL PARTNERS, S.L. PAUL MILLWARD HTTP://WWW.REDHOUSE-CAPITAL.COM	CNMV
12/09/2011	FINANCIAL IMPROVE 2008, S.L. PEDRO MANUEL MARTÍN ORANTOS JAIME SANZ EXTREMEIRA GARCÍA WWW.FINANCIALIMPROVE.ES ALEJANDRO SALGADO VEGA DAVID COLÁS LORENZO	CNMV

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor	
03/10/2011	MARKET & BUSINESS CONSULTING ADVICE, S.L. JOSE LUIS BARRANTES MALDONADO WWW.MBCONSULTING.ES	CNMV	
03/10/2011	CONSULTING STRATEGY FINANCE, S.L. RAFAEL CARRILLO DE ALBORNOZ SÁNCHEZ WWW.CSFINANCE.ES	CNMV	
03/10/2011	WWW.UNIFINAN.ES RAFAEL MORA CANO	CNMV	
10/10/2011	REAL-BOT CAPITAL MANAGEMENT WWW.REAL-BOT.COM	CNMV	
10/10/2011	GRUS CAPITAL MANAGEMENT WWW.GRUSCAPITAL.COM MUSTAFA CEPERO BOULLRA	CNMV	
14/11/2011	PERTINAX 2010, S.L.	CNMV	
19/12/2011	ATLANTIC INTERNATIONAL PARTNERSHIP WWW.ATLANTICINTERNATIONALPARTNERSHIP.COM	CNMV	
19/12/2011	IBOLUTION.BLOGSPOT.COM HTTP://IBOLUTIONSERV.BLOGSPOT.COM JOSÉ IGNACIO ROS VALCÁRCEL WWW.IBOLUTION.NET	CNMV	
19/12/2011	RENDIMIENTOS & PLUSVALÍAS	CNMV	
<b>Advertencias al público remitidas a la CNMV por otros reguladores extranjeros</b>			
12/01/11	BARVETII WEALTH CONSULTANTS WWW.BARVETII.COM	CBFA - BÉLGICA	
12/01/11	EUROPEAN FINANCE SERVICES HTTP://EFINANCESERVICES.EU	JFSC - JERSEY	
12/01/11	MANCINI ASSOCIATES WWW.MANCINI-ASSOCIATES.COM	FSAN - NORUEGA	
12/01/11	MASTERS FINANCIAL CORPORATION WWW.MASTERSFINANCIALCORP.COM	FSAN - NORUEGA	
19/01/11	SUMMIT HOLDINGS WWW.SUMMITHOLDINGS.INFO	SFSA - SUECIA	
19/01/11	EVEREST ASSET MANAGEMENT WWW.EVERESTAM.COM	SFSA - SUECIA	
19/01/11	LOMBARD GRAND FINANCIALS WWW.LOMBARDGRANDFINANCIALS.COM	SFSA - SUECIA	
19/01/11	ROONEY GALLAGHER PRIVATE EQUITY PARTNERS LLC	EI CBI - IRLANDA	
19/01/11	RODEO	FMA - AUSTRIA	
19/01/11	DACHSER GLOBAL MARKETS WWW.DACHSER-GLOBALMARKETS.COM	FMA - AUSTRIA	
19/01/11	LIQUA GBR WWW.LIQUA.AT	FMA - AUSTRIA	
19/01/11	GEOFFROY CATHERINE	CBFA - BÉLGICA	
19/01/11	RECLAIM INVESTMENT BANK, GIBRALTAR	GFSC - GIBRALTAR	Esta publicación no implica una modificación de las posiciones de España en relación con el contencioso sobre el territorio británico de Gibraltar y sobre el carácter local de sus autoridades.

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor	
19/01/11	CASHBACK INVESTMENT BANK, GIBRALTAR	GFSC - GIBRALTAR	Esta publicación no implica una modificación de las posiciones de España en relación con el contencioso sobre el territorio británico de Gibraltar y sobre el carácter local de sus autoridades.
26/01/11	GUARDIAN INTERNATIONAL LTD. WWW.GUARDIAN-INTER.COM	SFSA - SUECIA	
26/01/11	WESTERN GLOBAL CAPITAL MANAGEMENT WWW.WESTERNGLOBALCAPMGT.COM	SFSA - SUECIA	
26/01/11	WINDCREST MANAGEMENT SOLUTION, LTD. WWW.WINDCRESTMGTSOLUTION.COM	SFSA - SUECIA	
26/01/11	KYODO SECURITIES WWW.KYODOSECURITIES.COM	SFSA - SUECIA	
02/02/11	FINICHECK PLC	FMA - AUSTRIA	
02/02/11	MORGAN FINCH INTERNATIONAL WWW.MORGANFINCH.NET	FMA - AUSTRIA	
02/02/11	EMPRESA MINERA (BERGBAU) AG WWW.EMPRESA-MINERA.CH	FMA - AUSTRIA	
02/02/11	VIVANT FINANCIAL S.A.	CSSF - LUXEMBURGO	
02/02/11	BELLVIEW FINANCIAL BELLVIEWFINANCIAL.COM	FSAN - NORUEGA	
02/02/11	WHEELER ASSET GROUP WWW.WHEELERASSETGROUP.COM	SFSA - SUECIA	
02/02/11	HERSH EDELMAN WWW.HERSH-EDELMAN.COM	SFSA - SUECIA	
02/02/11	BLACK ROSE FINANCIAL WWW.BLACKROSEFINANCIAL.COM	SFSA - SUECIA	
02/02/11	HARDWICKE ADVISORY WWW.HARDWICKEADVISORY.COM	FSA - REINO UNIDO	
09/02/11	ENERGY GROUP INTERNATIONAL WWW.ENERGYGROUPINTERNATIONAL.BIZ	FSA - REINO UNIDO	
09/02/11	VANTAGE EQUITY WWW.VANTAGEEQUITY.COM	FSA - REINO UNIDO	
09/02/11	OPTIS GROUP LLC WWW.OPTISGROUPLLC.COM	FSA - REINO UNIDO	
09/02/11	INTERNATIONAL STOCK TRANSFER ADMINISTRATION WWW.STOCKTRANSFER.ORG	FSA - REINO UNIDO	
09/02/11	RBEF LIMITED WWW.RBEF-LIMITED.NET	FSA - REINO UNIDO	
09/02/11	EATON CAPITAL AMERICAS HTTP://WWW.EATONCAPITALAMERICAS.COM	FSAN - NORUEGA	
09/02/11	SPRING FINANCE	FSAN - NORUEGA	
09/02/11	SEEWEST HOLDINGS LTD. HTTP://WWW.SWPROFITS.COM	CYSEC - CHIPRE	
09/02/11	SWISS GROUP & PARTNER WWW.SWISSGROUP-PARTNER.CH	FMA - AUSTRIA	

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
09/02/11	NEW CENTURY CAPITAL HTTP://NEWCENCAP.COM	FMA - AUSTRIA
09/02/11	WORLDWIDE FINANCE MARKETING SERVICES	FMA - AUSTRIA
09/02/11	GLOBAL HEDGE FUND GROUP LTD. GHF CAYMAN ISLANDS HTTP://WWW.GHFGROUP.NET/	FMA - AUSTRIA
09/02/11	RATTENBURY GROUP WWW.RATTENBURYGROUP.COM	SFSA - SUECIA
09/02/11	GLOBAL QUEST CONSULTANCY SERVICES, INC. WWW.GLOBALQUESTSERVICES.COM	SFSA - SUECIA
09/02/11	VAUGHAN EQUITIES, LLC. WWW.VAUGHANEQUITIESLLC.COM	SFSA - SUECIA
16/02/11	JACOBSON GROUP WWW.JACOBSONGROUP.NET	FSA - REINO UNIDO
16/02/11	SIDSTONE, GRAY & PARTNERS WWW.SIDSTONEGRAY.COM	FSA - REINO UNIDO
16/02/11	JOHN WINDSOR AND ASSOCIATES WWW.JOHNWINDSORANDASSOCIATES.COM	FSA - REINO UNIDO
16/02/11	B GOLD INTERNATIONAL LLC/BGOLDS WWW.B-GOLDS.COM/	DFSA - DINAMARCA
16/02/11	CAMELOT ADVISORS IMMOBILIEN WWW.CAMELOTADVISORS.COM	DFSA - DINAMARCA
16/02/11	PAN ASIA BROKERS & CONSULTANTS LTD HTTP://WWW.PANASIABROKERS.COM	CYSEC - CHIPRE
16/02/11	KYODO SECURITIES WWW.KYODOSECURITIES.COM	FSAN - NORUEGA
16/02/11	SUN BANK OFFSHORE JERSEY (CHANNEL ISLANDS)	JFSC - JERSEY
16/02/11	THE BANK STREET SECURITIES/TBS SECURITIES	EI CBI - IRLANDA
23/02/11	FXOPEN INVESTMENTS INC. HTTP://WWW.FXOPEN.COM	CYSEC - CHIPRE
23/02/11	OPTION10 HTTP://WWW.OPTION10.COM	CYSEC - CHIPRE
23/02/11	SANDFORD HALE & CO. WWW.SANDFORD-HALE.COM	DFSA - DINAMARCA
23/02/11	IDEAL MERGER GROUP WWW.IDEALMERGERGROUP.COM	SFSA - SUECIA
23/02/11	ASSET TRUST MANAGEMENT WWW.ASSETTM.COM	FSA - REINO UNIDO
23/02/11	M S GLOBAL WWW.MSGS.PL	FSA - REINO UNIDO
23/02/11	STANTON GOLDSTEIN WWW.STANTONGOLDSTEIN.COM	FSA - REINO UNIDO
23/02/11	BERRSCOTT, ELLIOTT & ASSOCIATES WWW.BERRSCOTTELLIOTT.COM	FSA - REINO UNIDO
23/02/11	AXIS CORPORATE FINANCE WWW.AXISCF.COM	FSA - REINO UNIDO
23/02/11	ABC FINANCE	FSA - REINO UNIDO

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
23/02/11	ORION INTERNATIONAL TRADING	FSA - REINO UNIDO
23/02/11	VANTAGE EQUITY INTERNATIONAL LTD.	FSB-CT - TAIWÁN (CHINA TAIPEI)
02/03/11	MORETTI ASSOCIATES WWW.MORETTI-ASSOCIATES.COM	FMA - AUSTRIA
02/03/11	GROEN BELANG WWW.GROENBELANG.NL	AFM - PAÍSES BAJOS (HOLANDA)
02/03/11	ALAN WOODS	FSA - REINO UNIDO
02/03/11	AMERICAN TAXATION WWW.AMERICANTAXATION.COM	FSA - REINO UNIDO
02/03/11	ANDERSON GOLDSTEIN WWW.ANDERSONGOLDSTEIN.COM	FSA - REINO UNIDO
02/03/11	BLACK ROSE FINANCIAL WWW.BLACKROSEFINANCIAL.COM	FSA - REINO UNIDO
02/03/11	BROOKS AND HAWTHORNE CONSULTING LTD WWW.BROOKS-HAWTHORNE.COM	FSA - REINO UNIDO
02/03/11	HOXTON ASSOCIATES WWW.HOXTON-ASSOCIATES.COM	FSA - REINO UNIDO
02/03/11	INTEGRATED INVESTMENT GROUP WWW.INTEGRATEDINVESTMENTGROUP.COM	FSA - REINO UNIDO
02/03/11	INTER-CITI CAPITAL WWW.INTERCITICAPITAL.COM	FSA - REINO UNIDO
02/03/11	INVEST DIRECT GROUP WWW.INVEST-DIRECT-GROUP.COM	FSA - REINO UNIDO
02/03/11	NEW WATERFORD LTD WWW.NEW-WATERFORD.NET	FSA - REINO UNIDO
02/03/11	SUMMIT HOLDINGS WWW.SUMMITHOLDINGS.INFO	FSA - REINO UNIDO
02/03/11	TRINITY OPTION AND FUTURES GROUP WWW.TOFGROUP.COM	FSA - REINO UNIDO
02/03/11	EDGELAKE M&A WWW.EDGELAKEMA.COM	SFSA - SUECIA
02/03/11	STANDARD HOKORI GROUP WWW.STANDARDHOKORI.COM	SFSA - SUECIA
02/03/11	VIRTUAL TRADE, INC	SFSA - SUECIA
02/03/11	DIVERSIFIED PORTFOLIO MANAGEMENT INVEST (DPM INVEST) WWW.DPMINVEST.COM	FSA - REINO UNIDO
09/03/11	UNIQUE ASSET LLC, HONG KONG EXCHANGES AND CLEARING LIMITED WWW.UASST.COM	FMA - AUSTRIA
09/03/11	BRYANT SHAW LLC WWW.BRYANTSHAW.COM	FSA - REINO UNIDO
09/03/11	GLOBAL EQUITY PARTNERS/GE PARTNERS WWW.GEPARTNERSPLC.COM	FSA - REINO UNIDO
09/03/11	IDEAL MERGER GROUP WWW.IDEALMERGERGROUP.COM	FSA - REINO UNIDO

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
09/03/11	STANDARD HOKORI GROUP WWW.STANDARDHOKORI.COM	FSA - REINO UNIDO
09/03/11	STEINER HAUS CAPITAL WWW.STEINERHAUSCAPITAL.COM	FSA - REINO UNIDO
09/03/11	UTC INTERNATIONAL SERVICES WWW.UTCIINTERNATIONALSERVICES.COM	FSA - REINO UNIDO
09/03/11	HELLAS FINANCIAL SERVICES MR. PETER TSIRONIS	HCMC - GRECIA
16/03/11	RAISINO HOLDINGS LTD HTTP://WWW.RAISINO-HOLDINGS.COM	CYSEC - CHIPRE
16/03/11	MORETTI ASSOCIATES HTTP://WWW.MORETTI-ASSOCIATES.NET	DFSA - DINAMARCA
16/03/11	ALTANUS LIMITED (SWISS MONEY REPORT) WWW.SWISSMONEYREPORT.NET WWW.SMR-NEWS.COM	AMF - FRANCIA
16/03/11	ABBOTTS INVESTMENT GROUP WWW.ABBOTTSINVESTMENTGROUP.COM	FSA - REINO UNIDO
16/03/11	ALLIANCE INVESTMENT GROUP WWW.AIG-SECURITIES.COM	FSA - REINO UNIDO
16/03/11	ALLIANZZ GLOBAL INVESTORS FUND WWW.ALLIANZGLOBALINVESTORSFUND.COM	FSA - REINO UNIDO
16/03/11	CHARLES SCHWAB	FSA - REINO UNIDO
16/03/11	INDEPENDENT PRIVATE CONSULTANTS	FSA - REINO UNIDO
16/03/11	LEXINGTON DIRECT WWW.LEXINGTONDIRECT.COM	FSA - REINO UNIDO
16/03/11	LOMBARD GRAND FINANCIALS WWW.LOMBARDGRANDFINANCIALS.COM	FSA - REINO UNIDO
16/03/11	MATHISEN FINANCIAL WWW.MATHISENFINANCIAL.COM	FSA - REINO UNIDO
16/03/11	OCCIDENTAL CAPITAL PARTNERS WWW.OXYCAPITALPARTNERS.COM	FSA - REINO UNIDO
16/03/11	RAYBURN WATSON AND ASSOCIATES WWW.RAYBURNWATSON.COM	FSA - REINO UNIDO
16/03/11	WILLIAM SMITH AND COMPANY WWW.WILLIAMSMITHANDCOMPANY.COM	FSA - REINO UNIDO
23/03/11	BEIJING MANAGEMENT CORPORATION HTTP://BEIJINGMCCORP.COM/	DFSA - DINAMARCA
23/03/11	FISS FINANCE HTTP://WWW.FISS.SI/	SSMA - ESLOVENIA
23/03/11	B GOLD INTERNATIONAL LLC WWW.B-GOLDS.COM/	FSA - REINO UNIDO
23/03/11	COOPER COMPANY MANAGEMENT WWW.COOPERCOMPANYMANAGEMENT.COM	FSA - REINO UNIDO
23/03/11	HARRIS JAMES ASSOCIATES WWW.HARRISJAMESASSOCIATES.COM	FSA - REINO UNIDO
23/03/11	HYP0 VENTURE CAPITAL WWW.HYPOVC.COM	FSA - REINO UNIDO

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor	
23/03/11	INTERNATIONAL BOARD OF MERGERS AND ACQUISITIONS WWW.IBMA.US	FSA - REINO UNIDO	
23/03/11	MAYFAIR CAPITAL INVESTMENTS WWW.MAYFAIRCAPITALINVESTMENTS.COM	FSA - REINO UNIDO	
23/03/11	PRICE WEBB ASSOCIATES WWW.PRICEWEBBASSOCIATES.COM	FSA - REINO UNIDO	
23/03/11	RATTENBURY GROUP WWW.RATTENBURYGROUP.COM	FSA - REINO UNIDO	
23/03/11	WALTER PARKER GROUP WWW.WALTERPARKERGROUP.COM	FSA - REINO UNIDO	
23/03/11	BOESCH HAUFMANN ASSET MANAGEMENT INC. WWW.BOESCHHAUFMANN.COM	SFSA - SUECIA	
23/03/11	BREISACH LIEBMAN AND KYOTO MERCANTILE EXCHANGE, KMEX WWW.BREISACH-LIEBMAN.COM	SFSA - SUECIA	
23/03/11	DELAP CAPITAL SERVICES WWW.DELAPCAPITAL.COM	SFSA - SUECIA	
23/03/11	PRIME ACQUISITIONS GROUP, INC. WWW.PRIME-AGI.COM	SFSA - SUECIA	
23/03/11	ROSENTHAL & GOLDBERG ASSOCIATES WWW.ROSENTHAL-GOLDBERG.COM	SFSA - SUECIA	
23/03/11	SANTANDER INVESTMENT SECURITIES GROUP WWW.SISG-MANAGEMENT.COM	SFSA - SUECIA	Esta sociedad no pertenece ni tiene ninguna vinculación con el GRUPO BANCO SANTANDER cuya página web es <a href="http://www.santander.com">www.santander.com</a>
23/03/11	STERNWOOD BUSINESS SERVICES WWW.STERNWOODBUSINESSSERVICES.COM	SFSA - SUECIA	
23/03/11	SYNDICATED WEALTH GROUP WWW.SYNDICATEDWEALTH.COM	SFSA - SUECIA	
23/03/11	SWISS CORP. INTERNATIONAL	SFSA - SUECIA	
23/03/11	WINDGATE SECURITY MANAGEMENT WWW.WINDGATESECURITYMGT.COM	SFSA - SUECIA	
30/03/11	HERSH EDELMAN WWW.HERSH-EDELMAN.COM	FMA - AUSTRIA	
30/03/11	ELECTRONIC MONEY INC. HTTP://WWW.AUTOCHANGE.PAGE.TL	CYSEC - CHIPRE	
30/03/11	RUBEN KATZ COMPANY LTD HTTP://WWW.LANDBANKINVEST.COM	CYSEC - CHIPRE	
30/03/11	IMPACT FINANCE WWW.IMPACTFINANCE.NET	FSAN - NORUEGA	
30/03/11	CDV INVESTMENTS WWW.CDVINVESTS.COM	FSA - REINO UNIDO	
06/04/11	PARKER & BOYD WWW.PARKERBOYD.COM	FMA - AUSTRIA	
06/04/11	ROSENTHAL & GOLDBERG ASSOCIATES WWW.ROSENTHAL-GOLDBERG.COM	FMA - AUSTRIA	
06/04/11	SANDFORD HALE & CO. WWW.SANDFORD-HALE.COM	FMA - AUSTRIA	

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
06/04/11	ASSURE.SE WWW.ASSURE.SE	SFSA - SUECIA
06/04/11	EASTMAN ASSET MANAGEMENT WWW.EASTMANASM.COM	SFSA - SUECIA
13/04/11	GLOBAL LIFESTYLE GROUP S.A. WWW.WORLDFXCLUB.COM	FMA - AUSTRIA
13/04/11	JSM FINANCIAL HTTP://JSMFINANCIAL.COM WWW.JSMFINANCIAL.COM	FMA - AUSTRIA
13/04/11	OMNIVEST LTD	CYSEC - CHIPRE
13/04/11	BANK SEWELL & RAYDELL WWW.SEWELLRAYDELL.COM	CSSF - LUXEMBURGO
13/04/11	TRADELIKETOM WWW.TRADELIKETOM.COM	CSSF - LUXEMBURGO
13/04/11	BLACK SWAN WEALTH MANAGEMENT WWW.BLACKSWANWM.COM	FSA - REINO UNIDO
13/04/11	GMM EQUITY HOLDING WWW.EQUITYHOLDING.COM	FSA - REINO UNIDO
13/04/11	HAMILTON HOUSE INTERNATIONAL WWW.HAMILTONHOUSE.COM	FSA - REINO UNIDO
13/04/11	MADISON ADVISORY GROUP WWW.MADISONADVISORY-GROUP.COM	FSA - REINO UNIDO
13/04/11	NC ADVISORY LTD	FSA - REINO UNIDO
13/04/11	STARKE WEALTH MANAGEMENT WWW.STARKEWEALTH.COM	FSA - REINO UNIDO
13/04/11	ST JAMES WEALTH WWW.STJWEALTH.COM	FSA - REINO UNIDO
13/04/11	TPG SECURITIES WWW.TPGSECURITIES.COM	FSA - REINO UNIDO
13/04/11	WALKER BRYAN SECURITIES WWW.NIKKEI-FINANCIAL.COM	FSA - REINO UNIDO
13/04/11	WEIZMANN & YOUNG WWW.WEIZMANNYOUNG.COM	FSA - REINO UNIDO
13/04/11	WOLFGANG INVESTMENT GROUP WWW.WOLFGANGINVESTMENTGROUP.COM	FSA - REINO UNIDO
13/04/11	ADVANCE PARTNERS LLC WWW.ADVANTAGESECURITIES.COM	SFSA - SUECIA
13/04/11	BAKER & HIGGS ASSET MANAGEMENT WWW.BAKER-HIGGS.COM	SFSA - SUECIA
13/04/11	WOODWARD GORDON CAPITAL INTERNATIONAL WWW.WG-CI.COM	SFSA - SUECIA
20/04/11	WILLIAMS CORPORATION LTD. WWW.MYPRIVATETRADE.COM	FMA - AUSTRIA
20/04/11	4USIGNALS.COM HTTP://4USIGNALS.COM	CYSEC - CHIPRE

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor	
20/04/11	CASPIAN INVESTMENTS LIMITED	GFSC - GIBRALTAR	Esta publicación no implica una modificación de las posiciones de España en relación con el contencioso sobre el territorio británico de Gibraltar y sobre el carácter local de sus autoridades.
20/04/11	LOYAL BANK LIMITED	GFSC - GIBRALTAR	Esta publicación no implica una modificación de las posiciones de España en relación con el contencioso sobre el territorio británico de Gibraltar y sobre el carácter local de sus autoridades.
20/04/11	SUD INTERNET SERVICES LIMITED	GFSC - GIBRALTAR	Esta publicación no implica una modificación de las posiciones de España en relación con el contencioso sobre el territorio británico de Gibraltar y sobre el carácter local de sus autoridades.
20/04/11	TPG SECURITIES	EI CBI - IRLANDA	
20/04/11	EXCELSUS BUSINESS SERVICES HTTP://EXCELSUSBUSINESSSERVICES.COM	FSAN - NORUEGA	
20/04/11	LANTAU INTERNATIONAL WWW.LANTAU-INTERNATIONAL.COM	FSAN - NORUEGA	
20/04/11	MORETTI ASSOCIATES WWW.MORETTI-ASSOCIATES.COM	FSAN - NORUEGA	
20/04/11	CROMWELL AND GOODWIN WWW.CROMWELLGODWIN.COM	FSA - REINO UNIDO	
20/04/11	DISTRESSED ACQUISITIONS COMMISSION WWW.DISTRESSEDAC.COM	FSA - REINO UNIDO	
20/04/11	EDGELAKE MERGERS & ACQUISITIONS WWW.EDGELAKEMA.COM	FSA - REINO UNIDO	
20/04/11	GLOBAL WORLD ACQUISITIONS WWW.GLOBALWORLDACQUISITIONS.COM	FSA - REINO UNIDO	
20/04/11	JEFFERSON BROOKES WWW.JEFFERSONBROOKES.COM	FSA - REINO UNIDO	
20/04/11	THOMAS ANDERSON ADVISORY WWW.THOMASANDERSONADVISORY.COM	FSA - REINO UNIDO	
20/04/11	WILLIAM CAMPBELL COMPANY WWW.WILLIAMCAMPBELLCOMPANY.COM	FSA - REINO UNIDO	
20/04/11	COMMONWEALTH ALLIANCE CORPORATION WWW.THECOMMONWEALTHALLIANCECORP.COM	SFSA - SUECIA	
20/04/11	NEW OUTLOOK MANAGEMENT GROUP WWW.NEWOUTLOOKMG.COM	SFSA - SUECIA	
20/04/11	WILKINSON BENNING'S SECURITIES WWW.WILKINSONBENNING'S.COM	SFSA - SUECIA	
27/04/11	SHAFFER-LIENHARD WWW.SHAFFER-LIENHARD.COM	DFSA - DINAMARCA	
27/04/11	GREENGATE ADVISORS WWW.GREENGATE-ADVISORS.COM WWW.GREENGATEADVISORS.COM	FSA - REINO UNIDO	

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
27/04/11	MACINTYRE SCHAFFER WWW.MACINTYRESCHAFFER.COM	FSA - REINO UNIDO
27/04/11	CONNELLY PETERSON LTD. WWW.CONNELLYPETERSON.COM	SFSA - SUECIA
04/05/11	KAPITAL POOL 2010 CP2010 LTD. HTTP://WWW.KAPITALPOOL.BIZ/	FMA - AUSTRIA
04/05/11	DYNAMIC WEALTH MANAGEMENT, DWM WWW.DYNAMICWMANAGEMENT.COM	AMF - FRANCIA
04/05/11	GENEVE INVEST HTTP://WWW.GENEVEINVEST.COM	AMF - FRANCIA
04/05/11	GUARDIAN INTERNATIONAL LTD. WWW.GUARDIAN-INTER.COM	FSAN - NORUEGA
04/05/11	MITSUI HOLDINGS WWW.MITSUIHOLDINGS.COM	FSAN - NORUEGA
04/05/11	ABBERLEY CAPITAL WWW.ABBERLEYCAPITAL.COM	FSA - REINO UNIDO
04/05/11	BROOKES & ASSOCIATES WWW.BROOKES-ASSOCIATES.COM	FSA - REINO UNIDO
04/05/11	BROOMPARK INVESTMENTS LTD. WWW.B-PLL.COM	FSA - REINO UNIDO
04/05/11	CARTWRIGHT INVESTMENT GROUP WWW.CARTWRIGHTINVESTMENTGROUP.COM	FSA - REINO UNIDO
04/05/11	CHARLES SCHWARTZ INTERNATIONAL WWW.CHARLESSCHWARTZINTERNATIONAL.COM	FSA - REINO UNIDO
04/05/11	CHESTERFIELD LTD. WWW.CHESTERFIELD-LTD.COM	FSA - REINO UNIDO
04/05/11	INTERNATIONAL INVESTOR COMMISSION WWW.INTERNATIONALIC.COM	FSA - REINO UNIDO
04/05/11	SECURITIES TRADING COMMISSION WWW.GOV.SECTCO.US	FSA - REINO UNIDO
04/05/11	WESTBOROUGH LLC WWW.WESTBOROUGHLLC.COM	FSA - REINO UNIDO
04/05/11	SHAFFER LIENHARD AND BEIJING MERCANTILE EXCHANGE, BEMEX WWW.SHAFFER-LIENHARD.COM	SFSA - SUECIA
11/05/11	LANTAU INTERNATIONAL WWW.LANTAU-INTERNATIONAL.COM	FMA - AUSTRIA
11/05/11	ROIET TRADING WWW.ROIET-TRADING.COM	CSSF - LUXEMBURGO
11/05/11	ALTANUS LIMITED (SWISS MONEY REPORT)	FSAN - NORUEGA
11/05/11	BRACHMANN INTER DEALER SERVICES WWW.BRACHMANN-IDS.COM	FSA - REINO UNIDO
11/05/11	ELITE EEA INVESTMENT PORTFOLIO WWW.ELITE-EEA.COM	FSA - REINO UNIDO
11/05/11	ITAXATION CORPORATION LTD WWW.ITAXATION.COM	FSA - REINO UNIDO
11/05/11	WORLDWIDE RISK CONSULTANTS WWW.WORLDWIDERISKCONSULTANTS.COM	FSA - REINO UNIDO

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
11/05/11	WOLF INVESTMENT SOLUTIONS WWW.WOLD-INVESTSOL.COM	SFSA - SUECIA
11/05/11	GREEN PLANTS INVESTMENTS MANAGEMENT LTD. HTTP://GPLANTS.ORG/	MFSA - MALTA
11/05/11	MERCIER AND CLARK PARTNERS WWW.MERCIERCLARK.COM	FSA - REINO UNIDO
18/05/11	WOLF INVESTMENT SOLUTIONS WWW.WOLD-INVESTSOL.COM	FSAN - NORUEGA
18/05/11	APEX STOCK TRANSFER INC. WWW.APEXSTINC.COM	FSA - REINO UNIDO
18/05/11	BRIGHT BRIDGE WEALTH MANAGEMENT INC. WWW.BRIGHTBRIDGEWM.COM	FSA - REINO UNIDO
18/05/11	CAPITAL INVEST TRADING WWW.CITRADING.NET	FSA - REINO UNIDO
18/05/11	CLOSE CAPITAL INVESTMENTS WWW.CLOSE-CAPITAL.COM	FSA - REINO UNIDO
18/05/11	ELITE INDEPENDENT FINANCIAL ADVISERS WWW.ELITE.IFA.CO.UK	FSA - REINO UNIDO
18/05/11	GORDON GROUP SERVICES WWW.GORDONGROUPSERVICES.COM	FSA - REINO UNIDO
18/05/11	TRENDEX RESEARCH UK	FSA - REINO UNIDO
25/05/11	LANDEN OPTIONS AND FUTURES	FSMA - BÉLGICA
25/05/11	ZENITH BANK CREDIT SERVICES	FSAN - NORUEGA
25/05/11	BERKELEY CAPITAL FINANCE WWW.BERKELEYCAPITALFINANCE.COM WWW.BERKELEYCAPITALFINANCE.NET	FSA - REINO UNIDO
25/05/11	CLAYTON PRESSMAN IVY INTERNATIONAL WWW.CPI-I.COM	FSA - REINO UNIDO
25/05/11	DREXEL LAMBERT MERGERS AND ACQUISITIONS WWW.DREXELLAMBERTMERGERSANDACQUISITIONS.COM	FSA - REINO UNIDO
25/05/11	ESCROW ADVISORY GROUP/ESCROW ADVISORY LTD	FSA - REINO UNIDO
25/05/11	LYNDON PEARCE	FSA - REINO UNIDO
25/05/11	RDS COMMODITIES	FSA - REINO UNIDO
25/05/11	FIRST INC LIMITED WWW.FIRSTINCLTD.COM	SFSA - SUECIA
01/06/11	CDV INVESTMENTS (EUROPE)	FMA - AUSTRIA
01/06/11	SYNDICATED WEALTH GROUP WWW.SYNDICATEDWEALTH.COM	FMA - AUSTRIA
01/06/11	WILLIAM SMITH AND COMPANY WWW.WILLIAMSMITHANDCOMPANY.COM	FMA - AUSTRIA
01/06/11	SHAFFER LIENHARD HTTP://WWW.SHAFFER-LIENHARD.COM/	AMF - FRANCIA
01/06/11	WWW.IKOTRADER.COM	AMF - FRANCIA
01/06/11	WWW.OPTIONFAIR.COM	AMF - FRANCIA
01/06/11	WWW.OPTIONBIT.COM	AMF - FRANCIA
01/06/11	WWW.TRADERXP.COM	AMF - FRANCIA

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
01/06/11	WWW.24OPTION.COM	AMF - FRANCIA
01/06/11	WWW.OPTION10.COM	AMF - FRANCIA
01/06/11	WWW.UFXBANK.COM	AMF - FRANCIA
01/06/11	WWW.WINOPTIONS.COM	AMF - FRANCIA
01/06/11	WWW.EXCITINGMARKETS.COM	AMF - FRANCIA
01/06/11	WWW.MARKETPUNTER.COM	AMF - FRANCIA
01/06/11	FIRST INC LTD. HTTP://WWW.FIRSTINCLTD.COM	FSAN - NORUEGA
01/06/11	GOLDBERGER & DECADENET WWW.GOLDBERGER-DECADENET.COM	FSA - REINO UNIDO
01/06/11	OCTAGON FINANCIAL GROUP	FSA - REINO UNIDO
01/06/11	APEX HOLDINGS LTD WWW.APEX-HOLDINGS.COM	SFSA - SUECIA
01/06/11	DELTA WEST FINANCIAL MANAGEMENT WWW.DELTAWESTFINANCIALMGT.COM	SFSA - SUECIA
01/06/11	MAGNIS GLOBAL WWW.MAGNIS-GLOBAL.COM	SFSA - SUECIA
01/06/11	MARCUS & COMPANY INC. WWW.MARCUSANDCOMP.COM	SFSA - SUECIA
08/06/11	FUTURO FINANCIAL	EI CBI - IRLANDA
08/06/11	TORTOLA CAPITAL	EI CBI - IRLANDA
08/06/11	ANDREAS BRAASCH WWW.ANDREAS-BRAASCH.COM	FSA - REINO UNIDO
08/06/11	ASSET RESTORATION FACILITY WWW.ARFACILITY.COM	FSA - REINO UNIDO
08/06/11	CITI CAPITAL PARTNERSHIP WWW.CITICAPITALPARTNERSHIP.COM	FSA - REINO UNIDO
08/06/11	COURTNEY BROWN GROUP WWW.THECOURTNEYBROWNGROUP.COM	FSA - REINO UNIDO
08/06/11	CROSSLEY ACQUISITIONS WWW.CROSSLEYACQUISITIONS.COM	FSA - REINO UNIDO
08/06/11	EUROPA CAPITAL GROUP WWW.EUROPA-CAPITAL-GROUP.COM	FSA - REINO UNIDO
08/06/11	PANMURE GORDON & CO	FSA - REINO UNIDO
08/06/11	SPS INVESTMENTS GMBH WWW.INVESTWITHSPS.COM	FSA - REINO UNIDO
08/06/11	SVM IRELAND WWW.SVMIRELAND.COM	FSA - REINO UNIDO
08/06/11	THE LIGHTMAN ASSOCIATES WWW.THELIGHTMANASSOCIATES.COM	FSA - REINO UNIDO
08/06/11	INTERNATIONAL BUREAU TRADE COMMISSION WWW.INTERBTC.ORG	SFSA - SUECIA
08/06/11	RELIANCE ASSET MANAGEMENT LTD. WWW.RELIANCE-AM.COM	SFSA - SUECIA
08/06/11	STRATEGIC MANAGEMENT, INC WWW.STRATEGICMGMTINC.COM	SFSA - SUECIA

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
15/06/11	BAKER & HIGGS ASSET MANAGEMENT WWW.BAKER-HIGGS.COM	FMA - AUSTRIA
15/06/11	STRATEGIC PRIVATE EQUITY GROUP WWW.STRATEGICPEG.COM	FMA - AUSTRIA
15/06/11	PRESTIGE PROPERTY PORTFOLIO	FSMA - BÉLGICA
15/06/11	PLAZA CAPITAL LTD WWW.PLAZA-CAPITAL.COM	CYSEC - CHIPRE
15/06/11	MERCIER AND CLARK HTTP://WWW.MERCIERCLARK.COM	AMF - FRANCIA
15/06/11	COURTNEY BROWN GROUP WWW.THECOURTNEYBROWNGROUP.COM	CSSF - LUXEMBURGO
15/06/11	RYHAT ESTABLISHMENT INVESTMENT TRUST HTTP://BIZPRLOG.ORG/RYHATTRUST WWW.RYHATTRUST.COM	CSSF - LUXEMBURGO
15/06/11	BOLERO BPO LLC WWW.BOLEROBPO.COM	FSA - REINO UNIDO
15/06/11	BRIDPORT ADVISORY WWW.BRIDPORTADVISORY.COM	FSA - REINO UNIDO
15/06/11	JLS CAPITAL GROUP WWW.JLSCAPITALGROUP.COM	FSA - REINO UNIDO
15/06/11	LEK CONSULTING GROUP WWW.CLICKLEKCONSULTING.COM	FSA - REINO UNIDO
15/06/11	SANFORD C. BERNSTEIN LIMITED WWW.SCBERNSTEIN.CO.UK	FSA - REINO UNIDO
15/06/11	WOLF INVESTMENT SOLUTIONS WWW.WOLD-INVESTSOL.COM	FSA - REINO UNIDO
15/06/11	NEW YORK GLOBAL GROUP, INC. WWW.NEWYORKGGI.COM	SFSA - SUECIA
15/06/11	SGS CONSULTANTS LIMITED WWW.SGSCONSULTANTSLIMITED.COM	SFSA - SUECIA
22/06/11	ADAPTIS GROUP - INSURANCE BROKER & FINANCE SPRL	FSMA - BÉLGICA
22/06/11	GUARDIAN CREATIVE TAX PLANNERS WWW.GUARDIAN-INTER.COM	FSMA - BÉLGICA
22/06/11	GUARDIAN INTERNATIONAL LTD. WWW.GUARDIAN-INTER.COM	FSMA - BÉLGICA
22/06/11	MAGNIS GLOBAL WWW.MAGNIS-GLOBAL.COM	DFSA - DINAMARCA
22/06/11	ATLANTIC INTERNATIONAL PARTNERSHIP WWW.ATLANTICINTERNATIONALPARTNERSHIP.COM	FSAN - NORUEGA
22/06/11	MARCUS & COMPANY INC. WWW.MARCUSANDCOMP.COM	FSAN - NORUEGA
22/06/11	SHENGTAI GROUP WWW.SHENGTAI-GROUP.COM	FSAN - NORUEGA
22/06/11	APEX HOLDINGS	FSA - REINO UNIDO
22/06/11	EVOLUTION SECURITIES (ES) WWW.EVOLUTIONSEC.CO.UK	FSA - REINO UNIDO
22/06/11	FIRST INITIAL ASSET MANAGEMENT WWW.FIRSTINITIALASSETMANAGEMENT.COM	FSA - REINO UNIDO

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
22/06/11	INTERDEALER BROKERS (IDB) WWW.IDB.HEROBO.COM WWW.IDBHEROBO.COM	FSA - REINO UNIDO
22/06/11	INVESCO PERPETUAL (INVESCO ASIAN PRECIOUS METALS FUND) WWW.INVESCOPERPETUALFUNDS.COM	FSA - REINO UNIDO
22/06/11	PROGRESS ADVISORS LLC WWW.PROGRESSADVISORSMIAMI.COM	FSA - REINO UNIDO
22/06/11	SQUARE MILE FINANCE WWW.SQUAREMILEFINANCE.COM	FSA - REINO UNIDO
22/06/11	CORPORATE ONE ASSET MANAGEMENT WWW.CORPORATEONEASSETMGM.COM	SFSA - SUECIA
22/06/11	HESKETH LEIHNER AND BEIJING FUTURES EXCHANGE, BFEX WWW.BFEX.ORG WWW.HESKETH-LEIHNER.COM	SFSA - SUECIA
29/06/11	BVB DEVELOPMENT SA	FSMA - BÉLGICA
29/06/11	TRAFALGAR INTERNATIONAL	FSMA - BÉLGICA
29/06/11	INTERNATIONAL BANK VAULTS COURIER SERVICES MR. TREVOR PENNY	FSC - ISLA DE MAN
29/06/11	CORPORATE ONE ASSET MANAGEMENT HTTP://WWW.CORPORATEONEASSETMGMT.COM	JFSC - JERSEY
29/06/11	BLACKBIRD LEYS CREDIT UNION LTD WWW.BLACKBIRD-LEYS.COM	FSA - REINO UNIDO
29/06/11	BLACKSTONE WWW.BSKINTERNATIONAL.COM	FSA - REINO UNIDO
29/06/11	BROCHE CAPITAL ADVISORS WWW.BROCHECAPITALADVISORS.COM	FSA - REINO UNIDO
29/06/11	COLUMBIA DIRECT CORP WWW.COLUMBIADIRECTCORP.COM	FSA - REINO UNIDO
29/06/11	EAGLE STAR INTERNATIONAL SERVICES LTD WWW.EAGLESTAR-INTERNATIONAL.EU	FSA - REINO UNIDO
29/06/11	EPICON FINANCIAL WWW.EPICONFINANCIAL.COM	FSA - REINO UNIDO
29/06/11	FIRST INC LIMITED WWW.FIRSTINCLTD.COM	FSA - REINO UNIDO
29/06/11	GLOBALBANC FINANCIAL SERVICES LIMITED WWW.GLOBALBANCGROUP.COM	FSA - REINO UNIDO
29/06/11	LEGGMASON INVESTORS ASSET MANAGERS PLC WWW.LEGGMASON.NET WWW.LMPLC.NET	FSA - REINO UNIDO
29/06/11	DC FINANCIAL WWW.DCFINANCIAL.US	SFSA - SUECIA
29/06/11	WERNER GROUP INTERNATIONAL WWW.WERNER-INTERNATIONAL.COM	SFSA - SUECIA
29/06/11	YOSHIDA CORP. WWW.YOSHIDACORP.COM	SFSA - SUECIA
06/07/11	FOREX	FSMA - BÉLGICA

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor	
06/07/11	CAYO FLOW CAPITAL WWW.CAYOFLOW.COM	CYSEC - CHIPRE	
06/07/11	LANTAU GOLDWELL WWW.LANTAU-GOLDWELL.COM	DFSA - DINAMARCA	
06/07/11	FIN-SVETOVANJE D.O.O. HTTP://WWW.FIN-SVETOVANJE.SI/ HTTP://WWW.FIN-INVEST.EU/ HTTP://WWW.GARANCIJA-INVEST.COM	SSMA - ESLOVENIA	
06/07/11	AZ MARKETS WWW.AZ-MARKETS.COM	FSA - REINO UNIDO	
06/07/11	CORPORATE ONE ASSET MANAGEMENT WWW.CORPORATEONEASSETMGM.COM	FSA - REINO UNIDO	
06/07/11	JOHNSON & STERLING CONSULTANCY SERVICES WWW.JOHNSONSTERLINGCONSULTANCY.COM	FSA - REINO UNIDO	
06/07/11	PEREGRINE INTERNATIONAL CONSULTING GROUP WWW.PEREGRINEINTLGROUP.COM	FSA - REINO UNIDO	
13/07/11	MR TIMOTHY JOHN TINDALL	JFSC - JERSEY	
13/07/11	INTERNATIONAL REGULATION SERVICES	FSA - REINO UNIDO	
13/07/11	INVESCO PERPETUAL - INVESCO GOLD PRECIOUS METALS FUND WWW.INVESCO-PERPETUALFUNDS.COM	FSA - REINO UNIDO	
13/07/11	R.A. LAFFERTY INC WWW.RA-LAFFERTYINC.COM	FSA - REINO UNIDO	
20/07/11	FG SOLUTIONS INTERNATIONAL	FSMA - BÉLGICA	
20/07/11	FINANCIAL SERVICES REGULATORY AUTHORITY OF BELGIUM (FSRAB) WWW.FSRAB.ORG	FSMA - BÉLGICA	
20/07/11	MORETTI ASSOCIATES AND LANTAU INTERNATIONAL	FSMA - BÉLGICA	
20/07/11	ATM CAPITAL WWW.ATMCAPITAL.COM	FSAN - NORUEGA	
20/07/11	DELTA WEST FINANCIAL MANAGEMENT WWW.DELTAWESTFINANCIALMGT.COM	FSAN - NORUEGA	
20/07/11	SGS CONSULTANTS LIMITED WWW.SGSCONSULTANTSLIMITED.COM	FSAN - NORUEGA	
20/07/11	SUNWAY INTERNATIONAL WWW.SUNWAY-INTERNATIONAL.COM	FSAN - NORUEGA	
20/07/11	AXA ROSENBERG INVESTMENT MANAGEMENT LTD WWW.AXAROSENBBERGINVESTMENTMANAGEMENT.COM WWW.ROSENBERGINVESTMENTMANAGEMENT.COM	FSA - REINO UNIDO	Sin relación con la entidad registrada en la FSA con el mismo nombre.
20/07/11	BEST SELECT FINANZ WWW.BESTSELECTFINANZ.COM	FSA - REINO UNIDO	
20/07/11	BRENTWOOD CAPITAL VENTURES WWW.BRENTWOODCAPITALVENTURES.COM	FSA - REINO UNIDO	
20/07/11	GLOBAL ONE INTERNATIONAL WWW.GLOBALONEINT.COM	FSA - REINO UNIDO	
20/07/11	MILLER & PARKER CONSULTING GROUP WWW.MILLERPARKERGROUP.COM	FSA - REINO UNIDO	

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor	
20/07/11	RICHARD DAVIES INVESTORS LIMITED WWW.RDIRL.COM	FSA - REINO UNIDO	
20/07/11	SVL ASSET MANAGEMENT WWW.SVLASSETMANAGEMENT.COM	FSA - REINO UNIDO	
27/07/11	BELGRAVE CAPITAL MANAGEMENT (BEL)	FSA - REINO UNIDO	
27/07/11	PEAK POWER DIRECT WWW.PEAKPOWERDIRECT.COM	FSA - REINO UNIDO	
03/08/11	CEEM CENTRAL & EASTERN EUROPEAN MARKETS ASSET MANAGEMENT HTTP://CEEMAM.COM	FMA - AUSTRIA	
03/08/11	DONALDSON AND TURNER LTD. WWW.DONALDSONANDTURNER.COM	FMA - AUSTRIA	
03/08/11	FOREXTRADINGSERVICE AG LTD. WWW.FOREXTRADINGSERVICE.CH	FMA - AUSTRIA	
03/08/11	WORLD TRADE INSTITUTE WWW.WTI24.COM	FMA - AUSTRIA	
03/08/11	MUNDIAL SECURITIES WWW.MUNDIALSECURITIES.COM	FSAN - NORUEGA	
03/08/11	NAB SECURITIES, INC WWW.NABSECURITIESINC.COM	FSAN - NORUEGA	
03/08/11	ALLENDALE FINANCIAL SERVICES LIMITED 1959 HTTP://ALLEN-DALE-LTD-1959.CO.UK	FSA - REINO UNIDO	
03/08/11	BUTLER INVESTMENT MANAGERS WWW.BUTLER-INVESTMENTS.COM WWW.BUTLER-INVESTMENTMANAGERS.COM	FSA - REINO UNIDO	Sin relación con la firma BUTLER INVESTMENT MANAGERS LTD autorizada por la FSA con el número 477024.
03/08/11	CRAWFORD & KNIGHT WWW.CRAWFORDKNIGHT.COM	FSA - REINO UNIDO	
03/08/11	CRISTOS INVESTMENTS SA WWW.CRISTOSINVESTMENTS.COM	FSA - REINO UNIDO	
03/08/11	FIRST INVESTMENT INTERNATIONAL FUNDS PLC	FSA - REINO UNIDO	
03/08/11	GLOBAL INVESTMENT GROUP WWW.GLOBAL-IG.COM	FSA - REINO UNIDO	
03/08/11	GREYSON CONSULTING GROUP WWW.GREYSONCONSULTINGGROUP.COM	FSA - REINO UNIDO	
03/08/11	MADISON AVENUE MERGERS & ACQUISITIONS WWW.MADISON-AVEMA.COM WWW.MADISONAVENUESITE.COM	FSA - REINO UNIDO	
03/08/11	MANOR FINANCIAL MANAGEMENT WWW.MANORHJ.HK WWW.MANORGOLD.COM	FSA - REINO UNIDO	
03/08/11	MOUNT VERNON EQUITIES INC.	FSA - REINO UNIDO	
10/08/11	CHARLES LEFEVRE (KONCEPT MARKETING)	FSMA - BÉLGICA	
10/08/11	GLENDALE MANAGEMENT GROUP HTTP://GLENDALEMGT.COM/	DFSA - DINAMARCA	
10/08/11	LEADERS ASSET MANAGEMENT WWW.LEADERS-AM.COM	DFSA - DINAMARCA	
10/08/11	FAIRVESTA WWW.FAIRVESTA.DE	AMF - FRANCIA	

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor	
10/08/11	KYODO SECURITIES	AMF - FRANCIA	
10/08/11	SATORI GROUP	AMF - FRANCIA	
10/08/11	EQUITY RESEARCH PARTNERS	JFSC - JERSEY	
10/08/11	GLOBAL WORLD ACQUISITIONS	JFSC - JERSEY	
10/08/11	PETERSON ADVISORY LIMITED HTTP://WWW.PETERSONCONSULTANCY.COM	JFSC - JERSEY	
10/08/11	AC ALTERNATIVE WWW.AC-ALTERNATIVE.COM	FSA - REINO UNIDO	
10/08/11	ACE EU MARKETS WWW.ACEEUMARKETS.COM	FSA - REINO UNIDO	Esta sociedad no tiene ninguna relación con sociedades del ACE EUROPEAN GROUP OF COMPANIES, algunas de las cuales están debidamente registradas en la FSA.
10/08/11	ALTERNATIVE INVESTMENTS ADVISORS WWW.ALTERNATIVEINVESTMENTSAB.COM	FSA - REINO UNIDO	
10/08/11	BLUE SKY MANAGEMENT WWW.BLUE-SKY-MANAGEMENT.COM	FSA - REINO UNIDO	
10/08/11	CAPSTONE FINANCIAL GROUP UK WWW.CAPSTONEFINANCIALUK.COM	FSA - REINO UNIDO	
10/08/11	FINAL HURDLE LTD WWW.FINAL-HURDLE.COM	FSA - REINO UNIDO	
10/08/11	GLENCORE INTERNATIONAL PLC	FSA - REINO UNIDO	
10/08/11	HEWITT & STERN WWW.HEWITTSTERN.COM	FSA - REINO UNIDO	
10/08/11	INTUITION CAPITAL CORPORATION WWW.INFO@INTUITIONCAPITAL.COM	FSA - REINO UNIDO	
10/08/11	MONTROSE GROUP WWW.MONTROSE-GROUP.COM	FSA - REINO UNIDO	Esta sociedad no tiene ninguna relación con la sociedad inglesa MONTROSE FASTENERS LTD (COMPANIES HOUSE No.: 02646431).
10/08/11	SANDFORD HALE & CO. WWW.SANDFORD-HALE.COM	FSA - REINO UNIDO	
10/08/11	SWISS FINANCIAL RESEARCH AG WWW.INFO@SWISS-FR.COM	FSA - REINO UNIDO	
10/08/11	WESTMINSTER FINANCIAL SERVICES WWW.WFSINT.COM	FSA - REINO UNIDO	
18/08/11	APOLLO TIGER FUND WWW.APOLLO-TIGERFUND.COM WWW.APOLLOFUNDSGUERNSEY.COM WWW.APOLLOGUERNSEY.COM	FSA - REINO UNIDO	Sin relación con MARLBOROUGH TIGER FUND LTD registrado en la FSA con el número 451823.
18/08/11	CHURCHILL CAPITAL CHURCHILL INTERNATIONAL GROUP WWW.CHURCHILLINTERNATIONAL.CO.CC	FSA - REINO UNIDO	Sin relación con CHURCHILL CAPITAL UK LTD, registrada en la FSA con el número 225631.
18/08/11	MENZIES & CO WWW.MENZIESANDCO.COM	FSA - REINO UNIDO	Sin relación con las empresas autorizadas por la FSA: MENZIES CORPORATE FINANCE LTD (número 230022); MENZIES WEALTH MANAGEMENT LTD (número 486548) y MENZIES LLP (auditores registrados).

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor	
18/08/11	MOORGATE CAPITAL ADVISORS (CLON DE FIRMA AUTORIZADA POR FSA) MCA-INVESTING.COM	FSA - REINO UNIDO	
18/08/11	POWERHOUSE CORPORATE FINANCE WWW.POWERHOUSECORPFINANCE.COM	FSA - REINO UNIDO	
18/08/11	QUANTUM PARTNERS LTD. WWW.QUANTUMPARTNERSLTD.COM	FSA - REINO UNIDO	
18/08/11	SANDFORD HALE & CO. WWW.SANDFORD-HALE.COM	FSA - REINO UNIDO	
18/08/11	STJ ADVISORS	FSA - REINO UNIDO	Sin relación con STJ ADVISORS LLP, autorizada por la FSA con el número 491099).
18/08/11	SMART TRADE FX WWW.SMARTTRADEFX.COM	CYSEC - CHIPRE	
18/08/11	ATLANTIC CAPITAL TRUST LLC ATLANTIC CAPITAL TRUST MANAGEMENT WWW.ATLANTICCT.COM	FSA - REINO UNIDO	
18/08/11	ATLANTIC CAPITAL TRUST MANAGEMENT ATLANTIC CAPITAL TRUST LLC WWW.ATLANTICCT.COM	FSA - REINO UNIDO	
23/08/11	MARCUS & COMPANY INC. WWW.MARCUSANDCOMP.COM	FMA - AUSTRIA	
23/08/11	FHM & ASSOCIATES WWW.FHMASSOCIATES.COM	JFSC - JERSEY	
23/08/11	KAIMON GLOBAL WWW.KAIMONGLOBAL.COM	SFSA - SUECIA	
23/08/11	BARRINGTON GROUP HTTP://BARRINGTONCONSULTANCY.COM	FSA - REINO UNIDO	Esta entidad no tiene ninguna relación con la entidad americana THE BARRINGTON GROUP INC.
23/08/11	MILTON FINANCIALS WWW.MILTONFINANCIALS.COM	FSA - REINO UNIDO	Esta entidad no tiene ninguna relación con la entidad ALEXANDER DAVID SECURITIES LTD, registrada en la FSA (número 469150).
23/08/11	POLARIS CAPITAL MANAGEMENT WWW.POLARISCAPMAN.COM	FSA - REINO UNIDO	
31/08/11	ATLANTIS FINANCIAL WWW.ATLANTIS-FINANCIAL.COM	FMA - AUSTRIA	
31/08/11	HANGLUNG GROUP WWW.HANGLUNG-GROUP.COM	FMA - AUSTRIA	
31/08/11	NAVASOTA GROUP WWW.NAVASOTAGROUP.COM	FMA - AUSTRIA	
31/08/11	RITTER GROUP WWW.RITTERGROUP.COM	FMA - AUSTRIA	
31/08/11	AMBROS GROUP WWW.AMBROSGROUP.COM	FSA - REINO UNIDO	
31/08/11	CHELSEA ASSET MANAGEMENT WWW.INFO@CHELSEAFS.CO.UK	FSA - REINO UNIDO	
31/08/11	MILLER CONSULTING GROUP WWW.MILLERCONSULTANCYGROUP.COM	FSA - REINO UNIDO	

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
31/08/11	PARAGON INTERNATIONAL WWW.PARAGON-INTERNATIONAL.COM	FSA - REINO UNIDO
31/08/11	PHOENIX COOPER FINANCIAL WWW.PHOENIXCOOPERFINANCIAL.COM	FSA - REINO UNIDO
31/08/11	STERLING FINANCE AG HTTP://STERLINGFINANCELTD.COM	FSA - REINO UNIDO
31/08/11	FARREL, THORNTON, LLOYD & BROWN WWW.FTLBPA.NET	SFSA - SUECIA
31/08/11	LINCOLN EQUITY PARTNERS WWW.LEPARTNERSONLINE.COM	SFSA - SUECIA
31/08/11	TAFT MACKENZIE VENTURES, TMV WWW.TAFTMACKENZIE.COM	SFSA - SUECIA
07/09/11	ARUS ASSET RECOVERY SOLUTIONS WWW.ARUS.EU	FSA - REINO UNIDO
07/09/11	ASCENSUS INTERNATIONAL WWW.ASCENSUSINTERNATIONAL.COM	FSA - REINO UNIDO
07/09/11	ASCENSUS DIRECT WWW.ASCENSUSDIRECT.COM WWW.ASCENSUSDIRECT.DE	FSA - REINO UNIDO
07/09/11	BELVEDERE CAPITAL PARTNERS WWW.BELVEDERECAPITALPARTNERS.COM	FSA - REINO UNIDO
07/09/11	BRENNER AND ASSOCIATES WWW.BRENNERCONSULTANCY.COM	FSA - REINO UNIDO
07/09/11	BULL INVESTMENT ADVISORS WWW.BULLINVEST.CO.UK WWW.BULLINVESTMENTADVISORS.COM WWW.BULL-INVEST.COM	FSA - REINO UNIDO
07/09/11	EASTON CORPORATE FINANCE WWW.EASTONCORPORATE.COM	FSA - REINO UNIDO
07/09/11	GATEMORE CAPITAL MANAGEMENT	FSA - REINO UNIDO
07/09/11	HOFFMAN MUELLER WWW.HOFFMANMUELLER.COM	FSA - REINO UNIDO
07/09/11	HONG KONG FINANCE WWW.HKFINCN.COM	FSA - REINO UNIDO
07/09/11	INNIS FINANCIAL SERVICE LLC WWW.INNISFS.COM	FSA - REINO UNIDO
07/09/11	INVESTMENT CAPITAL CONSULTANTS (ICC) WWW.INVESTMENTCAPITALCONSULTANTS.CO.UK	FSA - REINO UNIDO
07/09/11	SQUARE MILE FINANCE WWW.SQUAREMILEFINANCE.COM	FSA - REINO UNIDO
07/09/11	SYNERGY EUROPE WWW.SYNERGYEUROPE.EU	FSA - REINO UNIDO
07/09/11	HARTFORD ASSET MANAGEMENT WWW.HARTFORDASM.COM	SFSA - SUECIA
07/09/11	INTERNATIONAL MERGERS, INC. WWW.INTERNATIONALMERGERS.COM	SFSA - SUECIA
14/09/11	VICTORY SUISSE	AMF - FRANCIA

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor	
14/09/11	ANTEK GLOBAL CONSULTANTS LTD HTTP://ANTEKGLOBALCONSULTANTS.COM	FSA - REINO UNIDO	
14/09/11	BERRINGTON FUND MANAGEMENT	FSA - REINO UNIDO	
14/09/11	TAYLOR MANNIS WWW.TAYLORMANNIS.COM	FSA - REINO UNIDO	
14/09/11	TRIAS LTD WWW.TRIASLTD.COM	FSA - REINO UNIDO	
14/09/11	CASTLE ROCK CORPORATE FINANCE WWW.CASTLEROCK-CF.COM	SFSA - SUECIA	
14/09/11	CORPORATE ONE ASSET MANAGEMENT WWW.CORPORATEONEASSETMGT.COM	SFSA - SUECIA	
14/09/11	GLOBAL CAPITAL MANAGEMENT WWW.GLOBALCAPMGT.COM	SFSA - SUECIA	
14/09/11	LEE BYERS LTD WWW.LEEBYERS.COM	SFSA - SUECIA	
21/09/11	ADVENT CAPITAL GMBH WWW.ADVENT-CAPITAL.COM	FSA - REINO UNIDO	
21/09/11	ALTERNATIVES RESEARCH GROUP WWW.ALTERNATIVE-RESEARCH.NET	FSA - REINO UNIDO	
21/09/11	FISCHER & SCHULTZ INDEPENDANT FINANCIAL ADVISORS HTTP://FISCHERANDSCHULTZ.WEBS.COM	FSA - REINO UNIDO	
21/09/11	HARRISON RESEARCH (AG) WWW.HARRISONAG.COM	FSA - REINO UNIDO	
21/09/11	MAJI CAPITAL PARTNERS WWW.MAJICP.COM	FSA - REINO UNIDO	
21/09/11	PETERSON ADVISORY LIMITED WWW.PETERSONCONSULTANCY.COM HTTP://PETERSONCONSULTANCY.COM	FSA - REINO UNIDO	
21/09/11	SAVOY INVESTMENT MANAGEMENT	FSA - REINO UNIDO	La entidad no tiene ninguna relación con la entidad SAVOY INVESTMENT MANAGEMENT LTD (registrada en la FSA con el número 145877).
21/09/11	SGS CONSULTANTS LIMITED WWW.SGSCONSULTANTSLIMITED.COM HTTP://SGSCONSULTANTSLIMITED.COM	FSA - REINO UNIDO	
28/09/11	FINANCE ASSET RECOVERY HTTP://WWW.FINANCEASSETRECOVERY.ORG/	DFSA - DINAMARCA	
28/09/11	BLAKE MORGAN FINANCIALS HTTP://WWW.BLAKE-MORGAN.COM	JFSC - JERSEY	
28/09/11	AMR BUSINESS SERVICES LLC WWW.AMRKPO.COM	FSA - REINO UNIDO	
28/09/11	INVESTORS MANAGEMENT SERVICES WWW.IMSINVESTORSMANAGEMENTSERVICES.COM	FSA - REINO UNIDO	
28/09/11	OFFSHORE TAXATION LTD WWW.OFFSHORE-TAXATION.COM	FSA - REINO UNIDO	
28/09/11	SEAGRAM SERVICES LTD WWW.SEGRAMSERVICESLTD.NET	FSA - REINO UNIDO	
05/10/11	COOPER GREEN	FSMA - BÉLGICA	

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor	
05/10/11	BRADLEY ASSOCIATES	FSMA - BÉLGICA	
05/10/11	MELICE STOCK MARKET	FSMA - BÉLGICA	
05/10/11	VANTAGEPRO ASSET MANAGEMENT	FSMA - BÉLGICA	
05/10/11	VENTURE PARTNERS GROUP	FSMA - BÉLGICA	
05/10/11	COACHTRADER WWW.COACHTRADER.COM	AMF - FRANCIA	
05/10/11	FOREX	AMF - FRANCIA	
05/10/11	CONSOLIDATED CREDIT BANK LTD HTTP://CONSOLIDATEDCRDTB.COM/CCB/DEFAULT.HTML	FSC - ISLA DE MAN	
05/10/11	CONSOLIDATED CREDIT BANK LTD HTTP://CONSOLIDATEDCRDTB.COM/CCB/DEFAULT.HTML	JFSC - JERSEY	
05/10/11	ELLIOT MANAGEMENT CONSULTANCY WWW.ELLIOT-CONSULTANTS.COM	FSAN - NORUEGA	
05/10/11	HK PACIFIC	FSAN - NORUEGA	
05/10/11	CADMAN MERGERS AND ACQUISITION WWW.CADMANMERGERSANDACQUISITION.COM	FSA - REINO UNIDO	
05/10/11	CAMBRIDGE EQUITY CORPORATION WWW.CAMBRIDGEEQUITYCORP.COM	FSA - REINO UNIDO	
05/10/11	FINANCIAL AFFAIRS CORPORATION WWW.FINANCIALAFFAIRSCORPORATION.COM	FSA - REINO UNIDO	
05/10/11	HARBERT EUROPEAN FUND ADVISORS WWW.HARBERTFA.CO.UK	FSA - REINO UNIDO	
05/10/11	GLOBAL FINANCIAL CORP WORLDWIDE, GFC WWW.GFCWORLDWIDE.COM	SFSA - SUECIA	
05/10/11	LITMUS CAPITAL MANAGEMENT GROUP WWW.LITMUSCAPITALGRP.COM	SFSA - SUECIA	
05/10/11	MCPHERSON GORDON LTD. WWW.MCPHERSONGORDON.COM	SFSA - SUECIA	
05/10/11	SYNERGY CAPITAL WWW.SYNERGYCAP.NET	SFSA - SUECIA	
05/10/11	TRILLIONFX WWW.TRILLIONFX.CO	SFSA - SUECIA	
13/10/11	FOREX	AMF - FRANCIA	
13/10/11	CAPITAL EDGE GROUP WWW.CAPITALEDEGEGROUP.NET	FSA - REINO UNIDO	
13/10/11	CENTRAL AND EASTERN EUROPEAN MARKETS ASSET MANAGEMENT WWW.CEEMAM.COM	FSA - REINO UNIDO	
13/10/11	EDENSTONE CONSULTING WWW.EDENSTONECONSULTING.COM	FSA - REINO UNIDO	
13/10/11	FUND ADVISERS EUROPE WWW.FAEUROPE.COM	FSA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna relación con la entidad FUND ADVISERS EUROPE NV, debidamente habilitada por los supervisores de Bélgica (número 103989 A) y Reino Unido (número 495229).

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor	
13/10/11	MOORE CAPITAL GROUP WWW.MOORECAPMANAGEMENT.CO.CC	FSA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna relación con la entidad MOORE EUROPE CAPITAL MANAGEMENT LLP, debidamente autorizada por el supervisor de Reino Unido (número 459504).
13/10/11	APPS FINANCE, MALTA GROUP WWW.APPSFINM.COM	MFSA - MALTA	
13/10/11	UNITED EUROPE BUSINESS GROUP (UEBG) WWW.UEBG.NET	MFSA - MALTA	
13/10/11	YELLOWDALE	MFSA - MALTA	
13/10/11	1GLOBAL VENTURE GROUP WWW.1GVG.COM	FSAN - NORUEGA	
13/10/11	CREDI CORP SECURITIES HTTP://WWW.CREDICORPSECURITIES.COM/	FSAN - NORUEGA	
13/10/11	KAIMON GLOBAL WWW.KAIMONGLOBAL.COM	FSAN - NORUEGA	
13/10/11	LAKEPOINTE CAPITAL ADVISORS WWW.LAKEPOINTEGLOBAL.COM	FSAN - NORUEGA	
13/10/11	MINSHENG CORPORATION WWW.MINSHENG-CORP.COM	FSAN - NORUEGA	
13/10/11	POWERHOUSE CORPORATE FINANCE WWW.POWERHOUSECORPFINANCE.COM	FSAN - NORUEGA	
13/10/11	GLOBAL CAPITAL MARKETS WORLDWIDE, GCM WWW.GCMWORLDWIDE.COM	SFSA - SUECIA	
13/10/11	HAYNES - HAMILTON VENTURES WWW.HAYNES-HAMILTON.COM	SFSA - SUECIA	
13/10/11	JINGHUA INTERNATIONAL GROUP WWW.JINGHUAINTEGRUP.COM	SFSA - SUECIA	
13/10/11	TRIBUNE ASSETS MANAGEMENT LTD. WWW.TRIBUNE-ASSETS.COM	SFSA - SUECIA	
19/10/11	ALTERNATIVE INVESTMENTS ADVISORS	FSMA - BÉLGICA	
19/10/11	BOWER BEST CONSULTANTS	FSMA - BÉLGICA	
19/10/11	EQUITIES MANAGEMENT BUREAU	FSMA - BÉLGICA	
19/10/11	ATM CAPITAL	JFSC - JERSEY	
19/10/11	SOHO SERVICES LIMITED	JFSC - JERSEY	
19/10/11	PARK AVENUE MERGERS & ACQUISITIONS HTTP://PARKAVENUEMA.COM	FSA - REINO UNIDO	
19/10/11	WESTBROOK ACQUISITION AUTHORITY HTTP://WESTBROOKACQUISITIONAUTHORITY.COM	FSA - REINO UNIDO	
19/10/11	CHENGLONG INTERNATIONAL WWW.CHENGLONG-INTERNATIONAL.COM	SFSA - SUECIA	
26/10/11	MB TRANSFERT LTD	FSMA - BÉLGICA	
26/10/11	ANG MARKETS LTD HTTP://ANGMARKETS.COM	CYSEC - CHIPRE	
26/10/11	ATP FINANCIAL	JFSC - JERSEY	
26/10/11	JLS CAPITAL GROUP	JFSC - JERSEY	

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
26/10/11	BERGMANN & CO. INTERNATIONAL WWW.BERGMANNCO-INTERNATIONAL.COM	FSAN - NORUEGA
26/10/11	MCPHERSON GORDON LTD. WWW.MCPHERSONGORDON.COM	FSAN - NORUEGA
26/10/11	ALDERTON CONSULTANTS WWW.ALDERTON-CONSULTANTS.COM	FSA - REINO UNIDO
26/10/11	CASTLE ROCK CORPORATE FINANCE WWW.CASTLEROCK-CF.COM	FSA - REINO UNIDO
26/10/11	GOLD ASSET MANAGERS WWW.GOLDASSETMANAGERS.COM	FSA - REINO UNIDO
26/10/11	GREENFIELD AND ASSOCIATES WWW.GREENFIELDCONSULTANCY.COM	FSA - REINO UNIDO
26/10/11	GREENWAY CONSULTANCY WWW.GREENWAYCONSULTANCYGRP.COM	FSA - REINO UNIDO
26/10/11	NKP FINANCIAL WWW.NKP-FINANCIAL.COM	FSA - REINO UNIDO
26/10/11	WESTGATE & GREENE ASSOCIATES WWW.WESTGATEGREENE.COM	FSA - REINO UNIDO
26/10/11	WILSONE & DUFFUS (UK) LTD WWW.WILSONE-MARKETS.COM	FSA - REINO UNIDO
26/10/11	CARLISLE-CONROY VENTURES WWW.CARLISLE-CONROY.COM	SFSA - SUECIA
26/10/11	THOMSON MCKINNON CAPITAL CORP.	SFSA - SUECIA
02/11/11	SONG CENTEA FINANCIERINGEN	FSMA - BÉLGICA
02/11/11	TS-TRISTAR IMPERIAL, INTERNATIONAL CREDIT INSTITUTE HTTPS://WWW.IMPERIAL-BANKING.NET	CYSEC - CHIPRE
02/11/11	ACTIVA FINANCIAL SERVICES LIMITED	FSAN - NORUEGA
02/11/11	WAYTUNG GLOBAL WWW.WAYTUNG-GLOBAL.COM	FSAN - NORUEGA
02/11/11	CADDEN INTERNATIONAL LTD WWW.CADDENINTL.COM	FSA - REINO UNIDO
02/11/11	CPI INTERNATIONAL WWW.CPIINT.COM	FSA - REINO UNIDO
02/11/11	FHM ASSOCIATES/FULLER-HATHAWAY MOY ASSOCIATES WWW.FHMASSOCIATES.COM	FSA - REINO UNIDO
02/11/11	WARREN FISHER & ASSOCIATES HTTP://WARRENFISHERASSOCIATES.COM	FSA - REINO UNIDO
02/11/11	LONGWOOD TRADING AND SGCEX WWW.LONGWOOD-TRADING.COM	SFSA - SUECIA
10/11/11	CHENGLONG INTERNATIONAL WWW.CHENGLONG-INTERNATIONAL.COM	FMA - AUSTRIA
10/11/11	FIRST STANDARD MANAGEMENT LIMITED	EI CBI - IRLANDA
10/11/11	EASTRIDGE ASSOCIATES HTTP://EASTRIDGEASSOCIATES.COM	JFSC - JERSEY
10/11/11	DREXEL-BEARNS CONSULTING GROUP HTTP://DREXELBEARNS.COM WWW.COMPUTERATWORK.COM/DREXELBEARNS	FSA - REINO UNIDO

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor	
10/11/11	GUARDIAN SECURITIES WWW.GUARDIAN-SECURITIES.COM	FSA - REINO UNIDO	
10/11/11	MORGAN PREMIER GROUP WWW.MORGANPREMIERGRP.COM	FSA - REINO UNIDO	
10/11/11	RICHARDSON & FOSTER PARTNERS WWW.RICHARDSONFOSTER.COM	FSA - REINO UNIDO	
10/11/11	STRAUSS CAPITAL CONSULTANTS WWW.STRAUSSCAPITALCONSULTANTS.COM	FSA - REINO UNIDO	
10/11/11	WELLINGTON MANAGEMENT	FSA - REINO UNIDO	
10/11/11	ATX GROUP AND HOUSTON FUTURES EXCHANGE, HOUFEX WWW.ATX-GROUP.COM	SFSA - SUECIA	
10/11/11	DMR CONSULTING LLC WWW.DMRCONSULTINGLLC.COM	SFSA - SUECIA	
10/11/11	MATHEWS MERGER MANAGEMENT WWW.MATHEWSMMGMT.COM	SFSA - SUECIA	
10/11/11	NABSECURITIES INC. WWW.NABSECURITIESINC.COM	SFSA - SUECIA	
16/11/11	BERG COMMODITIES	FSMA - BÉLGICA	
16/11/11	ONLINE INVESTMENT BANK	GFSC - GIBRALTAR	Esta publicación no implica una modificación de las posiciones de España en relación con el contencioso sobre el territorio británico de Gibraltar y sobre el carácter local de sus autoridades.
16/11/11	CULVERHOUSE CAPITAL WWW.CULVERHOUSECAPITAL.COM	CSSF - LUXEMBURGO	
16/11/11	WWW.GUARDIAN-SEC.COM	MFSA - MALTA	
16/11/11	CHARTERED INVESTMENTS	FSA - REINO UNIDO	
16/11/11	FIRST STANDARD MANAGEMENT WWW.FIRST-STANDARD.NET WWW.FIRSTSTANDARDMANAGEMENT.COM	FSA - REINO UNIDO	
16/11/11	MANAGEMENT INTERNATIONAL DUBLIN LTD	FSA - REINO UNIDO	
16/11/11	MANDOLIN RESOURCES HTTP://MANDOLINRESOURCES.COM	FSA - REINO UNIDO	
16/11/11	EASTMAN PIERCE PARTNERS MERGERS & ACQUISITIONS WWW.EASTMANPIERCE.COM	SFSA - SUECIA	
16/11/11	GLOBAL DIRECT ASSET MANAGEMENT WWW.GLOBALDIRECTAM.COM	SFSA - SUECIA	
16/11/11	NIPPON FINANCIAL PARTNERS WWW.NIPPONFP.COM	SFSA - SUECIA	
16/11/11	NORWICH SECURITIES CORPORATION, NSC WWW.NORWICHSECURITIES.COM	SFSA - SUECIA	
23/11/11	UFX BANK	FSMA - BÉLGICA	
23/11/11	QUANTUM FINANCE MANAGEMENT LIMITED HTTP://WWW.QUANTUM-FM.CO.UK/	SSMA - ESLOVENIA	
23/11/11	SECURCORP	AMF - FRANCIA	

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
23/11/11	BEACON POINTE SECURITIES WWW.BEACONPOINTESECURITIES.COM WWW.RESEARCH.BEACONPOINTESECURITIES.COM	FSA - REINO UNIDO
23/11/11	GOLDMAN PHILLIPS WWW.GOLDMANPHILLIPS.COM	FSA - REINO UNIDO
23/11/11	ISAAC PAIGE ASSOCIATES WWW.ISAACPAIGE.COM	FSA - REINO UNIDO
23/11/11	M.S. GLOBAL	FSA - REINO UNIDO
23/11/11	SINO FINANCIAL WWW.SFLTDCN.COM	FSA - REINO UNIDO
23/11/11	GRAF-KANTOR OHG WWW.GRAFKANTOROHG.COM	SFSA - SUECIA
23/11/11	SANWA HOLDINGS WWW.SANWAHOLDINGS.COM	SFSA - SUECIA
30/11/11	ECLIPSE ADVISORY B.V. HTTP://ECLIPSE-ADVISORY.COM/	FMA - AUSTRIA
30/11/11	MRC MARKETS WWW.MRCMARKETS.COM	ESMA - FRANCIA
30/11/11	AMK TRUST LTD WWW.AMKTRUST.COM	FSA - REINO UNIDO
30/11/11	BEAUMONT, GREENE & PARTNERS WWW.BEAUMONTGREENE.COM	FSA - REINO UNIDO
30/11/11	DURDAN HEYER LTD WWW.DURDANHEYER.COM	FSA - REINO UNIDO
30/11/11	H.Y. MARKETS	FSA - REINO UNIDO
30/11/11	MILLER WINSTON - WORLDWIDE MERGERS AND ACQUISITIONS WWW.MILLERWINSTON.COM	FSA - REINO UNIDO
30/11/11	TRIBUNE ASSETS MANAGEMENT LTD. WWW.TRIBUNE-ASSETS.COM	FSA - REINO UNIDO
05/12/11	FOREX	ESMA - FRANCIA
14/12/11	LONGWOOD TRADING WWW.LONGWOOD-TRADING.COM	FSMA - BÉLGICA
14/12/11	PROVIDEO FINANCIAL	FSMA - BÉLGICA
14/12/11	MACELLUM CAPITAL MANAGEMENT HTTP://MACMANAGEMENTLLC.COM	JFSC - JERSEY
14/12/11	NOVA PORTFOLIO MANAGEMENT	JFSC - JERSEY
14/12/11	NOVA UK LTD	JFSC - JERSEY
14/12/11	PREMIER PARTNERS WWW.PREMIER-PARTNERS.COM	CSSF - LUXEMBURGO
14/12/11	CHENGLONG INTERNATIONAL WWW.CHENGLONG-INTERNATIONAL.COM	FSAN - NORUEGA
14/12/11	ELLIS STANLEY ALDEN WWW.ESAGLOBALSERVICES.COM	FSAN - NORUEGA
14/12/11	FIRST PRIVATE CLIENTS LTD WWW.FIRSTPRIVATECLIENTS.COM	FSA - REINO UNIDO
14/12/11	GLOBAL NETWORK FIDUCIARY LLC	FSA - REINO UNIDO

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor	
14/12/11	GRENFELL AND BLACKROCK ASSOCIATES WWW.GRENFELLASSOCIATES.COM	FSA - REINO UNIDO	
14/12/11	MKL BUSINESS SERVICES, LLC WWW.MKLBPO.COM	FSA - REINO UNIDO	
14/12/11	NOVA PORTFOLIO MANAGEMENT WWW.NOVAUKLIMITED.COM WWW.NOVAUKLTD.COM	FSA - REINO UNIDO	
14/12/11	PLATINUM FUNDS MANAGEMENT HTTP://PLATINUMFUNDSMANAGEMENT.COM	FSA - REINO UNIDO	
14/12/11	ROTHRIDGE CONSULTING GROUP WWW.ROTHRIDGECONSULTINGGROUP.COM	FSA - REINO UNIDO	
14/12/11	SARASIN FUNDS MANAGEMENT (GUERNSEY) LIMITED WWW.SARSIN-FUNDS.COM WWW.SARASINFUNDS.COM	FSA - REINO UNIDO	
14/12/11	SWAN ASSET MANAGEMENT WWW.SWANMGMT.COM	FSA - REINO UNIDO	
14/12/11	WRIGHT AND CAFFIE COMPANY LTD HTTP://WWW.WRIGHTCAFFIE.COM/	FSA - REINO UNIDO	
14/12/11	WINTERTHUR FUND MANAGEMENT HTTP://WINTERTHURFUNDMANAGEMENT.COM	FSA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna relación con entidades del grupo AXA.
14/12/11	ASIAN CAPITAL GROUP WWW.ASIANCAPITALGRP.COM	SFSA - SUECIA	
14/12/11	BLACKSTONE ASSET MANAGEMENT WWW.BLKFINANCE.NET	SFSA - SUECIA	
14/12/11	BOSTON PRIVATE EQUITY WWW.BOSTONPE.COM	SFSA - SUECIA	
14/12/11	CENTAUR GLOBAL ADVISORS WWW.CENTAUR-ADVISORS.COM	SFSA - SUECIA	
14/12/11	DAILEY SECURITIES, INC. WWW.DAILEYSECURITIES.US	SFSA - SUECIA	
14/12/11	ELLIS ALDEN WWW.ELLIS-ALDEN.COM	SFSA - SUECIA	
14/12/11	ELLIS STANLEY ALDEN, ESA GLOBAL WWW.ESAGLOBALSERVICES.COM	SFSA - SUECIA	
14/12/11	HOWARD GARY & COMPANY WWW.HOWARDGARYANDCO.COM	SFSA - SUECIA	
14/12/11	KENNEDY ANDERSON MERGERS & ACQUISITIONS WWW.KENNEDYANDERSON-MERGER.COM	SFSA - SUECIA	
14/12/11	ASHFORD FINANCIAL GROUP, AFG WWW.ASHFORDFINANCIALGROUP.COM	SFSA - SUECIA	
14/12/11	FRIEDMAN GLOBAL AND SHANGHAI DERIVATIVES EXCHANGE, SHDEX WWW.SHDEX.ORG WWW.FRIEDMAN-GLOBAL.COM	SFSA - SUECIA	
21/12/11	ASHFORD FINANCIAL GROUP HTTP://WWW.ASHFORDFINANCIALGROUP.COM	FSAN - NORUEGA	
21/12/11	ALPHA BROKERS S.R. WWW.ALPHABROKERSR.COM	FSA - REINO UNIDO	

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor	
21/12/11	BLOOMFIELD TRUST MANAGEMENT WWW.BLOOMFIELDTM.COM	FSA - REINO UNIDO	
21/12/11	GLOBAL ASSET MANAGEMENT WWW.GAMANAGEMENT.CO.UK	FSA - REINO UNIDO	
21/12/11	TOUCH FINANCIAL	FSA - REINO UNIDO	
21/12/11	CHESTERFIELD LYONS WWW.CHESTERFIELDLYONS.COM	SFSA - SUECIA	
21/12/11	SPACE ENERGY AG WWW.SPACEENERGY.COM	SFSA - SUECIA	
<b>Otras advertencias al público remitidas por reguladores extranjeros</b>			
23/02/2011	WWW.ZURICH-BNK.COM	FSC - ISLA DE MAN	Página web engañosa sin relación con la entidad debidamente inscrita denominada ZURICH BANK INTERNATIONAL LTD.
09/03/2011	MARBLE ART INVEST WWW.MARBLEARTINVEST.FR	AMF - FRANCIA	Inversiones en arte.
16/03/2011	VARIOS ISLA DE MAN	FSC - ISLA DE MAN	Ofertas de empleo engañosas.
16/03/2011	VARIOS ISLA DE MAN	FSC - ISLA DE MAN	Páginas web engañosas.
16/03/2011	MR. MARTINS ARNOLD	FSC - ISLA DE MAN	Correspondencia engañosa.
29/06/2011	MR. MARTINS ARNOLD	FSC - ISLA DE MAN	Correspondencia falsa.
29/06/2011	MR. GREEN ROSS	FSC - ISLA DE MAN	Correspondencia falsa.

Fuente: CNMV.



## A Legislación española

### A.1 Comisión Nacional del Mercado Valores

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

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

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

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

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

### A.2 Mercados secundarios oficiales de valores y otros sistemas de negociación

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

Mediante la presente ley se lleva a cabo la transposición de la Directiva 2009/44/CE, que, atendiendo a la evolución experimentada recientemente en los mercados financieros, actualiza el contenido de la Directiva 98/26/CE sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, y la Directiva 2002/47/CE,

sobre acuerdos de garantía financiera, en lo relativo a los sistemas conectados y a los derechos de crédito.

De este modo, la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y liquidación de valores, resulta modificada al objeto de dar reconocimiento a los llamados sistemas interoperables y extenderles las normas vigentes sobre firmeza de las órdenes de transferencia que se cursen a través de dichos sistemas. A los efectos de la presente ley, se consideran sistemas interoperables dos o más sistemas cuyos gestores hayan celebrado un acuerdo mutuo que entrañe la ejecución entre sistemas de las órdenes de transferencia. Sin embargo, los acuerdos celebrados entre sistemas interoperables no constituyen un sistema.

Cada sistema determinará en sus propias normas el momento de irrevocabilidad y firmeza de las órdenes de transferencia y, en el caso de los sistemas interoperables, las normas de cada uno de ellos garantizarán, en la medida de lo posible, la coordinación con las normas de los otros sistemas afectados en cuanto a la determinación de tales momentos. No obstante, salvo que así lo establezcan expresamente las normas de todos los sistemas interoperables entre sí, las normas de cada uno de ellos relativas al momento de la irrevocabilidad y de la firmeza no se verán afectadas por las de los demás.

En lo que concierne a la modificación del Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso de la productividad y para la mejora de la contratación pública, salvo en los supuestos legalmente previstos, se incluyen los derechos de crédito como parte de las garantías que pueden utilizarse en el ámbito de las operaciones financieras.

En consecuencia, la incoación de un procedimiento de insolvencia de un participante en un sistema, incluso interoperable, o de un gestor de un sistema, no producirá efecto sobre los derechos y obligaciones de dicho participante o de dicho gestor que resulten de la compensación o deriven de órdenes de transferencia firmes. De igual modo, tampoco afectará a los derechos de crédito que –a modo de garantía– hubiera constituido un participante en favor del sistema o de otros participantes. En estos casos, los beneficiarios de las garantías gozarán de derecho absoluto de separación de los bienes ofrecidos en garantía.

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

Esta modificación de la Ley del Mercado de Valores (LMV) constituye el punto de arranque de una importante reforma de la poscontratación de valores en España que permitirá asegurar la competitividad de sus infraestructuras y su capacidad de integración en los procesos paneuropeos actualmente en marcha, especialmente el de la plataforma de liquidación de valores T2S, que modificará sustancialmente los sistemas vigentes en la UE. El proyecto T2S, impulsado por el Eurosistema, pretende crear una plataforma técnica de ámbito europeo que permita la liquidación nacional y transfronteriza de valores a los depositarios centrales de valores e, indirectamente, a sus entidades participantes.

Para cumplir este objetivo, la modificación de la LMV prevé lo siguiente:

- La introducción en los servicios de poscontratación de la figura de las entidades de contrapartida central (ECC), que realizará funciones de interposición por

cuenta propia entre compradores y vendedores de las transacciones efectuadas sobre valores, asumiendo el riesgo de contrapartida, y realizará la compensación de valores y efectivo derivada de las mismas. La intervención de este tipo de entidades permitirá la sustitución de un sistema de liquidación multilateral de valores por brutos por un modelo bilateral, basado exclusivamente en saldos.

- Se cita en la exposición de motivos de la Ley que se suprimirán los mecanismos actuales de aseguramiento en la entrega en el ámbito de la entidad encargada de realizar la liquidación de valores (la Sociedad de Sistemas de Compensación y Liquidación, S.A.), permitiendo, en último extremo, la revocación de las instrucciones de liquidación como mecanismo de última instancia de resolución de incidencias, en consonancia con la tendencia en los demás sistemas europeos.
- En tercer lugar, la exposición de motivos señala que se reemplazará el sistema de registro basado en el control de las titularidades a través de referencias de registro (en adelante, RR), sustituyéndolo por un sistema basado exclusivamente en saldos, para lo que se establecerán procedimientos alternativos de control basados en un sistema estandarizado de llevanza de las cuentas por parte de las entidades autorizadas para ello y en un reforzamiento de la supervisión que proporcionará prestaciones equivalentes a las actuales en términos de seguridad.
- La Ley señala que reglamentariamente se adoptarán las medidas necesarias para la unificación de los sistemas de registro por medio de saldos de la renta variable, la renta fija y la deuda pública.
- Finalmente, la Ley introduce nuevas normas aplicables a las situaciones concursales de las entidades encargadas del registro de valores y sus entidades adheridas. En particular, el artículo 12 bis de la LMV establece la llamada «regla de la prorrata», que prevé que cuando los valores con un mismo código de identificación (ISIN) separados de la masa no resulten suficientes para satisfacer completamente los derechos de los titulares inscritos de tales valores, el déficit se distribuirá a prorrata entre todos ellos.

**Circular 6/2011, de 12 de diciembre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 9/2008, de 10 de diciembre, sobre normas contables, estados financieros de información reservada y pública y cuentas anuales de las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, con la exclusión del Banco de España, de las entidades rectoras de los sistemas multilaterales de negociación, de la Sociedad de Sistemas, de las entidades de contrapartida central, de la Sociedad de Bolsas, de las sociedades que tengan la titularidad de todas las acciones de organismos rectores de los mercados secundarios oficiales y de sistemas multilaterales de negociación, y de otros sistemas de compensación y liquidación de los mercados que se creen al amparo de lo previsto en la Ley del Mercado de Valores.

La Circular es una actualización de la Circular 9/2008, de 10 de diciembre, que pretende abarcar distintas mejoras. Así, en primer lugar, recoge por primera vez los modelos de estados financieros intermedios consolidados públicos y de cuentas anuales consolidadas, ya sean de aplicación las normas internacionales de información financiera adoptadas por los Reglamentos de la Unión Europea o la normativa española sobre consolidación. Igualmente se actualizan los modelos de estados financieros consolidados reservados.

En segundo lugar, se introducen diversas mejoras de carácter técnico en la estructura de los datos contenidos en los modelos de estados financieros y de información complementaria, así como en los procedimientos, plazos y formalidades de remisión y publicación de la información. En este sentido, se eliminan diversos datos de los estados mensuales y trimestrales y se simplifican las formalidades de certificación de la aprobación de los estados intermedios públicos y su publicidad. Igualmente, se suprime la obligación de presentar estados intermedios individuales públicos para aquellas entidades integradas en un grupo que presente estados intermedios consolidados públicos y, al mismo tiempo, se amplían los plazos de remisión de todos los estados financieros e información complementaria trimestrales, tanto reservados como públicos.

En tercer lugar, se reestructuran los desgloses de la información reservada sobre ingresos, siendo los cambios más reseñables la adición de un nuevo segmento dedicado a la actividad de compensación y contrapartida central en previsión de que se constituyan en territorio español entidades de contrapartida central en un futuro próximo, así como la reordenación de los restantes segmentos de ingresos y la reagrupación de algunos de ellos con segmentos afines dentro de una misma actividad operativa.

### A.3 Mercados primarios

**Orden PRE/627/2011, de 22 de marzo**, por la que se establecen los requisitos a los que deberán ajustarse los convenios de promoción de fondos de titulización de activos para favorecer la financiación empresarial.

La norma tiene por objeto determinar el procedimiento de formalización de los convenios de promoción de titulización de activos regulados en la misma, así como los requisitos que deben cumplir los fondos de titulización que, al amparo de aquellos, puedan beneficiarse de los avales del Estado previstos en la Ley de presupuestos vigente en cada ejercicio, para garantizar parte de los valores de renta fija que emitan. Asimismo, se establece el régimen, contenido y modelos de los convenios que podrán suscribir con el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, a través de la Dirección general de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, las entidades señaladas.

En ese sentido, se integran las modificaciones introducidas en esta materia por la Ley 26/2009, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2010 y el Real Decreto-Ley 6/2010, de 9 de abril, de medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo, incorporando además algunas mejoras en materia de competencia y de procedimiento. En primer lugar, se atribuye al titular de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera la competencia para fijar, en su caso, la comisión por el aval. En segundo lugar, se retrasa una quincena el plazo de presentación de las solicitudes de convenio. Se refuerza el papel de la Dirección general de Política de Pequeña y Mediana Empresa en la Comisión de Evaluación y, por último, se habilita al titular de la anterior para la modificación de los modelos de convenios.

**Ley 6/2011, de 11 de abril**, por la que se modifican la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre adaptación del derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas.

La presente ley tiene como objeto iniciar la trasposición de la Directiva 2009/111/CE. En materia de solvencia y limitaciones a la concentración de riesgos de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión, se acometen una serie de reformas fundamentales. Entre ellas se incluye la imposición a las anteriores de la obligación de cumplir con determinados requisitos para exponerse a posiciones de titulización y para iniciar una titulización. De igual modo, con el objetivo de reforzar la calidad de sus recursos propios, se determinan los requisitos necesarios para la admisibilidad de las participaciones preferentes y demás instrumentos de capital híbridos como fondos propios básicos de las entidades de crédito. Las modificaciones introducidas en el régimen jurídico de las participaciones preferentes son, en particular, las siguientes:

- La cancelación del pago de la remuneración a los titulares de participaciones preferentes podrá ser exigida por el Banco de España basándose en la situación financiera y de solvencia de la entidad de crédito emisora o matriz.
- En materia de Derecho concursal, la cancelación del pago de la remuneración a los titulares de participaciones preferentes no se considerará a los efectos de determinar la insolvencia del deudor o el sobreseimiento en el pago de sus obligaciones.
- En caso de pérdidas significativas o caída relevante de las ratios de solvencia, los titulares de las participaciones preferentes, de acuerdo con las condiciones de cada emisión, deberán asumir las pérdidas de la entidad mediante la conversión de sus títulos en acciones o cuotas participativas o mediante la reducción del valor nominal de sus participaciones preferentes.
- Por otra parte, se exige a estas entidades financieras la observancia de normas de gobierno que incluyan políticas de remuneración coherentes con la promoción de una gestión del riesgo sólida y efectiva.

Otra novedad importante consiste en que se introducen nuevas medidas destinadas al reforzamiento de la cooperación entre supervisores, como son la obligación del Banco de España y de la CNMV de tener en cuenta las repercusiones de sus decisiones sobre la estabilidad financiera de otros Estados Miembros, la regulación de los colegios de supervisores y de las decisiones conjuntas en el ámbito de la supervisión de grupos transfronterizos o la posibilidad de declarar sucursales de entidades de crédito autorizadas en otro Estado Miembro como significativas, a los efectos de constituir los mencionados colegios de supervisores.

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

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

Por otro lado, flexibiliza el procedimiento para llevar a cabo la emisión de instrumentos financieros de forma competitiva. En este sentido, se introduce la posibilidad de venta simple de valores, lo que permitirá que el Fondo de titulización del déficit del sistema eléctrico pueda aprovechar esta forma de financiación y facilitar la consecución del objetivo general de minimización del coste de financiación a lo

largo de la vida del Fondo. Para garantizar el doble objetivo de minimización de precios y emisión competitiva, se establece que en las operaciones de venta simple se seleccionará una o varias entidades suscriptoras de forma individual mediante un procedimiento competitivo basado en criterios, tales como plazo, precio y volumen a suscribir.

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

#### A.4 Empresas de servicios de inversión y entidades de crédito

**Circular 1/2011, de 21 de enero**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 12/2008, de 30 de diciembre, sobre solvencia de las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables.

Esta circular recoge el contenido de la Directiva 2009/27/CE, de la Comisión, que modifica la Directiva 2006/49/CE del Parlamento y del Consejo en lo que respecta a las disposiciones técnicas relativas a la gestión de riesgos, relacionado con el riesgo de posición y el riesgo de crédito de contraparte de determinados derivados de crédito. También se transpone la Directiva 2009/83/CE, respecto de las técnicas de reducción de riesgo.

Se introducen algunos cambios provenientes de la experiencia adquirida, tales como, entre otras cuestiones, los conceptos a considerar en el cálculo de exigencias de recursos propios por gastos de estructura; la exclusión de determinados activos de los límites a los grandes riesgos; y la cuestión sobre la necesidad de deducir los créditos fiscales de los recursos propios computables, entre otros.

Se añade una disposición adicional sobre las empresas de asesoramiento financiero (EAFI), en particular sobre las verificaciones que deben realizar los expertos independientes cuando las EAFI son personas físicas.

**Real Decreto 771/2011, de 3 de junio**, por el que se modifica el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras y el Real decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de las entidades de crédito.

Esta norma desarrolla las modificaciones que, en materia de recursos propios de entidades financieras, introdujo la Ley 6/2011, de 6 de abril, al transponer la Directiva 2009/11/CE, de 16 de septiembre de 2009 (conocida como Acuerdo de Basilea II). Los principales aspectos de esta normativa, que afecta por tanto a entidades de crédito y a empresas de servicios de inversión, son los siguientes:

- Se introducen algunas modificaciones en materia de concentración de riesgos.
- Se mejora la supervisión de los grupos bancarios transfronterizos, se regulan los llamados colegios de supervisores para los grupos financieros que operan en varios países de la UE y se aclaran las facultades y responsabilidades de las autoridades nacionales de supervisión, haciendo su cooperación más eficaz.

- Se mejora la regulación sobre la calidad de los fondos propios de los bancos, especialmente en relación con los instrumentos «híbridos». A efectos de la normativa de solvencia, se distinguen los instrumentos que no tengan el mismo rango durante la liquidación o que no absorban pérdidas en situaciones normales, con el mismo rango que las acciones ordinarias.
- Se adapta la gestión del riesgo de liquidez y se mejora la gestión del riesgo de los instrumentos titulizados. Las sociedades que cedan sus activos en el proceso de titulización deberán conservar una parte del riesgo asociado a estos títulos, mientras que las sociedades que inviertan en los mismos deberán mostrar la debida diligencia e informarse suficientemente o serán, en otro caso, sometidas a fuertes sanciones de capital.
- Se regula la política de remuneración de empleados y directivos de modo que las remuneraciones variables guarden relación con los resultados de las entidades financieras en el largo plazo. Asimismo, se exigirá al personal que se comprometa a no utilizar estrategias personales de cobertura o seguros relacionados con la remuneración y la responsabilidad que menoscaben los efectos de la alineación con el riesgo incluidos en sus sistemas de remuneración.
- Por otra parte, en línea con las previsiones que en materia de fondos de garantía de depósitos se están llevando a cabo en el ámbito europeo, se introduce un nuevo régimen de aportación adicional a estos fondos basado en la remuneración de los propios depósitos. Concretamente, se exigen contribuciones adicionales a las entidades que remuneren excesivamente sus depósitos, tanto a plazo como a la vista.

**Real Decreto-Ley 16/2011**, de 14 de octubre, por el que se crea el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito.

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

- La unificación de los tres fondos de garantía de depósitos existentes hasta ahora (de los establecimientos bancarios, de las cajas de ahorros y de las cooperativas de crédito) en un único Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito. Este nuevo fondo de garantía se subroga en la posición jurídica de los tres fondos disueltos, por lo que mantiene las funciones y rasgos característicos de los tres fondos a los que sustituye.
- El aumento de las aportaciones de las entidades de crédito hasta el dos por mil de sus depósitos garantizados (pudiendo elevarse hasta el tres por mil), con objeto de que el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito contribuya más al proceso de reestructuración de las entidades financieras.

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

La norma tiene por objeto garantizar el adecuado nivel de protección de los clientes de entidades de crédito (personas físicas), mediante la implantación de medidas de transparencia en la prestación de servicios financieros bancarios. Las comisiones y tipos de interés aplicables a servicios bancarios serán las que fijen libremente las partes, regulando la Orden aquellos aspectos relativos a su publicidad e información precontractual y contractual, recogiendo asimismo en sus

anexos modelos de Ficha de información precontractual (FIPRE), Ficha de información personalizada (FIPER) y fichas específicas para el caso de hipotecas inversas. La información sobre cláusulas suelo y techo se recogerá en un anexo a la FIPER.

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

#### A.5 Instituciones de inversión colectiva

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

Con motivo de la finalización del plazo para la trasposición de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (Directiva UCITS), se deroga y sustituye la Circular 2/2006, de 27 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, simplificando el procedimiento de notificación exigible a las IIC extranjeras armonizadas que vayan a comercializarse en España y racionalizando la información que debe remitirse a la CNMV sobre estas IIC.

Este procedimiento de notificación requiere que la IIC presente la documentación pertinente ante la autoridad competente del Estado Miembro de origen. La Circular establece un modelo normalizado de memoria de comercialización, debido a que una parte de la información que debe aportarse en este procedimiento de notificación no está armonizada y se refiere a las disposiciones previstas para la comercialización de la IIC en el Estado de acogida.

Por otro lado, se elimina el requisito de la inscripción en el Registro de la CNMV de compartimentos, y se amplía el contenido de la comunicación a efectuar a la CNMV de acuerdo con el artículo 52 del Reglamento del IRPF, de manera que se incluyan los datos de los compartimentos y/o clases a que se refiere la información fiscal. En cuanto a las IIC no armonizadas, se elimina la obligación de remitir la información por vía telemática.

**Circular 3/2011, de 9 de junio**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica parcialmente la Circular 1/2009, de 4 de febrero, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora.

Esta circular introduce algunas modificaciones en lo que se refiere a la categorización de las instituciones de inversión colectiva (IIC) en función de su vocación inversora, que se regula en la Circular 1/2009, de 4 de febrero. Así, se aclara que, para el cómputo de los porcentajes de inversión de renta fija y de renta variable de las vocaciones inversoras, se tendrán en cuenta tanto las inversiones de contado como las de derivados, esto es, la exposición total del fondo. También se modifica ligeramente la relación de tipos de IIC y se incorpora una definición armonizada a escala europea de los fondos monetarios.

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

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

Dentro de un primer conjunto de novedades, esta ley introduce en la Ley 35/2003 las disposiciones necesarias (régimen legal aplicable y potestades de supervisión) para el correcto funcionamiento del pasaporte de la sociedad gestora para la gestión de fondos. Las sociedades gestoras españolas podrán gestionar fondos domiciliados en otros Estados Miembros, y las sociedades gestoras de otros Estados Miembros podrán gestionar fondos españoles. Adicionalmente, se simplifica el régimen de comercialización transfronteriza, que pasará por la notificación entre autoridades competentes de la solicitud de la sociedad gestora y de la comprobación exclusivamente por parte de la autoridad competente del Estado Miembro de origen del cumplimiento de los requisitos necesarios. Se agiliza por tanto el acceso a otros mercados.

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

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

Finalmente, la Ley introduce mecanismos adicionales con el objetivo de facilitar y reforzar la actividad supervisora de la CNMV, así como mejoras técnicas en aras de lograr una mayor seguridad jurídica.

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

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

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

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

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

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

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

Se incorporan parcialmente al Derecho español la Directiva 2009/111/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, por la que se modifican las directivas 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2007/64/CE en lo que respecta a los bancos afiliados

a un organismo central, a determinados elementos de los fondos propios, a los grandes riesgos, al régimen de supervisión y a la gestión de crisis y la Directiva 2010/76/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por la que se modifican las directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE en lo que respecta a los requisitos de capital para la cartera de negociación y las retitulizaciones y a la supervisión de las políticas de remuneración. Esta circular entró en vigor el 1 de enero de 2012.

**Circular 7/2011, de 12 de diciembre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre folleto informativo de tarifas y contenido de los contratos tipo.

En el ámbito de los folletos informativos de tarifas, toda vez que se refieran exclusivamente a las tarifas aplicables a clientes minoristas, se ha establecido la forma de elaboración y remisión electrónica. En este sentido, para facilitar la comparabilidad de los datos recibidos de las entidades se ha desarrollado el artículo 2.3 de la Orden EHA 1665/2010 para concretar las bases de cálculo y los conceptos de algunas de las operaciones más habituales que se prestan a los clientes minoristas. A tal efecto, el modelo de folleto que se propone consta de una parte fija en la que se recogen las tarifas aplicables a las operaciones anteriormente mencionadas y una parte variable en la que cada entidad recogerá las tarifas por otras operaciones o servicios que pueda prestar.

Las comisiones aplicables a inversores profesionales, no incluidos en el ámbito establecido en la Orden EHA 1665/2010, se determinarán libremente entre las partes sin que hayan de someterse al régimen que regula los folletos informativos de tarifas.

En el ámbito de los contratos tipo, una vez que no existe control previo de la CNMV a su contenido, sin perjuicio de la facultad de exigir su rectificación o resolución conforme al artículo 8 de la Orden EHA 1665/2010, se desarrollan sus contenidos obligatorios en las materias establecidas en el artículo 6 de dicha orden.

En relación a la publicidad, se establece la necesaria puesta a disposición de los clientes o potenciales clientes tanto de los folletos informativos de tarifas, como de los contratos tipo en todas sus oficinas de atención a clientes, incluidos los agentes externos, y en su página web, en sitio de fácil acceso.

La disposición adicional primera añade un nuevo estado a los previstos en la Circular 1/2010, de 28 de julio, de la CNMV, de información reservada de las entidades que prestan servicios de inversión, con el fin de conocer las tarifas que se aplican efectivamente a los clientes en las operaciones más habituales, para lo que se solicita información sobre la media y el valor más frecuente de las comisiones realmente cobradas a los clientes, así como los máximos y mínimos de los intervalos extremos.

Por último se añade una disposición adicional segunda por la que se modifican los estados que contienen la información complementaria necesaria para la determinación de la aportación al Fogain de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y de las empresas de servicios de inversión contenidos en la Circular 7/2008, de 26 de noviembre de la CNMV.

## **A.6 Agencias de calificación crediticia**

**Ley 15/2011, de 16 de junio**, por la que se modifican determinadas normas financieras para la aplicación del Reglamento (CE) nº 1060/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia.

La aprobación del Reglamento 1060/2009/CE, sobre agencias de calificación crediticia, hace necesario realizar adaptaciones en la Ley del Mercado de Valores, la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre el régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria y la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, especificándose la obligación de determinadas entidades financieras de utilizar las calificaciones emitidas por agencias registradas o certificadas en virtud del Reglamento.

Las competencias de supervisión sobre estas entidades, de conformidad con el Reglamento comunitario, recaen sobre la Autoridad Europea de Valores y Mercados, pero se regulan también las relaciones que deben mantenerse en esta materia entre aquel organismo y la CNMV.

### A.7 Medidas frente a la crisis económica

**Real Decreto-Ley 2/2011, de 18 de febrero**, para el reforzamiento del sistema financiero.

Este real decreto-ley persigue el doble objetivo de sanear la situación patrimonial de las cajas de ahorros y de modernizar su funcionamiento y su gobierno corporativo fomentando que adopten formas organizativas que posibiliten su acceso a los mercados de capital.

En primer lugar, para garantizar la solvencia de las cajas de ahorros, se ha adelantado el cumplimiento de los estándares internacionales de Basilea III. El nivel mínimo de la ratio de capital principal se ha fijado en el 8%, y en el 10% para aquellas entidades que no hayan colocado títulos representativos de su capital a terceros por al menos un 20% y que, además, presenten una ratio de financiación mayorista superior al 20%. Las entidades que a 10 de marzo no alcanzaran el nivel requerido de capital principal tendrían que comunicar al Banco de España la estrategia y calendario con el que garantizaría el cumplimiento de los nuevos requisitos. En el caso de aquellas entidades que solicitaran la admisión a negociación de sus acciones en un mercado secundario oficial, se prorrogó este plazo hasta el primer trimestre de 2012. Asimismo, el incumplimiento coyuntural de hasta un 20% de la ratio de capital principal exigido determinará que el Banco de España imponga restricciones a la distribución de beneficios, el reparto de dividendos, la dotación a la obra benéfico-social, la retribución de las participaciones preferentes, las retribuciones variables de administradores y directivos y la recompra de acciones.

Por otra parte, el Real Decreto-Ley impone que el saneamiento por parte del FROB de las entidades en dificultades se realice mediante la adquisición temporal de acciones ordinarias de aquellas entidades que no cumplan con los niveles de recursos propios exigidos y que así lo soliciten. Esta participación del FROB será como máximo de cinco años y las valoraciones las realizarán expertos por ellos designados. La adquisición de títulos por parte del FROB está condicionada a la elaboración por la entidad de un plan de recapitalización en el que se deberán asumir compromisos como la reducción de costes estructurales o la mejora del gobierno corporativo. Por último, se prevé también la adquisición por el FROB de participaciones preferentes convertibles en aportaciones al capital social de las cooperativas de crédito.

**Real Decreto-Ley 8/2011, de 1 de julio**, de medidas de apoyo a los deudores hipotecarios, de control del gasto público y cancelación de deudas con empresas y autóno-

mos contraídas por las entidades locales, de fomento de la actividad empresarial e impulso de la rehabilitación y de simplificación administrativa.

Este decreto-ley adopta una serie de medidas muy variadas para reforzar la capacidad de respuesta de la economía española ante la crisis financiera internacional. Junto a otras medidas fiscales o de agilización de la constitución de sociedades, se adoptan algunas modificaciones importantes en el Derecho hipotecario que, por su impacto indirecto en el mercado de valores, se mencionan a continuación:

- Se amplía el límite de inembargabilidad de los ingresos hasta el 150 por 100 del salario mínimo interprofesional (SMI), para aquellos deudores hipotecarios que han perdido su vivienda habitual, y un 30% adicional por cada familiar de su núcleo que no perciba ingresos superiores a dicho SMI.
- Con el objetivo de fomentar la seguridad jurídica en el sector inmobiliario, se incorpora al Registro de la Propiedad la información que permitirá a los adquirentes de inmuebles conocer por anticipado la posible situación litigiosa en la que estos se encuentren, incluyendo los expedientes que puedan suponer la imposición de multas o la futura demolición.

#### A.8 Otras normas

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

Esta norma introduce numerosas modificaciones legislativas en distintos ámbitos, limitándose esta reseña a cuestiones propias del mercado de valores.

En primer lugar, se ha modificado la Ley del Mercado de Valores (LMV) ampliando el contenido del Informe anual de Gobierno Corporativo, lo cual requerirá también ulteriores desarrollos normativos. Las sociedades cotizadas y, en lo que proceda, las cajas de ahorros, deberán informar también sobre las siguientes cuestiones:

- Medidas antiopa y blindajes.
- Delegaciones en el Consejo de administración para emitir y recomprar valores.
- Sistemas de control interno de la información financiera.
- Emisión de valores que no se negocian en un mercado comunitario.

En segundo lugar, se introduce la votación consultiva en la Junta general de accionistas de las políticas retributivas de las sociedades cotizadas (*say on pay*). A tal efecto, el artículo 61 ter de la LMV regula el contenido del informe de remuneraciones, que pasa a ser un documento independiente del Informe Anual de Gobierno Corporativo. La votación consultiva en la Junta debe referirse tanto a la política retributiva del ejercicio cerrado como a la prevista para el año en curso.

En tercer lugar, la Ley aborda una amplia revisión del Derecho sancionador del mercado de valores, introduciendo modificaciones en la Ley del Mercado de Valores, la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva y la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras. Destacamos las siguientes modificaciones en esta materia:

- Se recoge la posibilidad de que la CNMV exija a las personas y entidades sometidas a su supervisión la aportación de informes de expertos independientes, de auditores o de sus órganos de control interno o cumplimiento normativo.
- Se establece la obligación de los sujetos sometidos a la supervisión de la CNMV de poner a disposición de esta, cuando se lo requiera, las conversaciones telefónicas de índole comercial que hayan sido grabadas con el consentimiento previo del cliente o inversor.
- Se regula el sistema de notificación electrónica por el que la CNMV y el Banco de España podrán hacer comunicaciones y requerimientos a los sujetos supervisados.
- Se otorga valor probatorio a los hechos constatados en el ejercicio de sus funciones de supervisión e inspección por el personal de la CNMV debidamente autorizado.
- Se suprimen ciertas obligaciones de los registradores mercantiles en relación con las operaciones sobre acciones propias.
- Se modifica el cuadro de infracciones graves y muy graves. En cuanto a las infracciones leves, a la disposición general de cierre por la que se considera infracción leve todo incumplimiento de las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores que no constituya infracción grave o muy grave, se añaden expresamente dos supuestos constitutivos de infracción leve relativos a la remisión de información y la falta de colaboración y al incumplimiento de normas de conducta previstas en la LMV.
- Se establecen algunos criterios de determinación de las sanciones aplicables.
- Se contempla la posibilidad de no incoar expediente sancionador para infracciones leves.
- Se introducen tipos sancionadores relativos al incumplimiento de las normas de conducta de las entidades de crédito y se incrementan los importes de las multas previstas para estas entidades.
- En materia de instituciones de inversión colectiva, se incluye a los agentes de las sociedades gestoras de IIC en el régimen de supervisión, inspección y sanción; se revisan varios tipos sancionadores y se añaden criterios para la determinación de las sanciones.
- El régimen sancionador de las entidades de capital-riesgo se remite a la Ley de instituciones de Inversión Colectiva.

En cuarto lugar, cabe mencionar que también se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, en cuanto a la publicidad de las operaciones de transformación y fusión de las IIC.

En quinto lugar, se modifica la Ley 13/1985, de 24 de marzo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, en lo que se refiere a las políticas de remuneraciones de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión. Se prevé que las entidades deban

publicar sus políticas y prácticas de remuneración, informando sobre el proceso de decisión de las retribuciones, sus características y la relación entre la remuneración y el desempeño. Se faculta al Banco de España para revisar dichas políticas y prácticas de remuneración y, en particular, para limitar las remuneraciones variables cuando sean incoherentes con el mantenimiento de una base sólida de capital. Cabe advertir que la regulación de las políticas retributivas de las entidades de crédito ha vuelto a modificarse mediante la Ley 6/2011, de 11 de abril, por la que se modifican la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el Real Decreto legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre adaptación del derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas.

En sexto lugar, se deroga la normativa de los comisionados para la defensa del cliente de servicios financieros, sin bien se mantiene transitoriamente el procedimiento previsto en esta normativa sobre tramitación de reclamaciones.

En séptimo lugar, se modifica la Ley de Sociedades de Capital para reconocer el derecho de las sociedades cotizadas, y demás con acciones representadas en anotaciones en cuenta, a conocer en todo momento a sus accionistas.

**Ley 21/2011, de 26 de julio**, de Dinero Electrónico.

Por medio de esta norma se introducen modificaciones a la normativa sobre entidades de dinero electrónico que había sido introducida por medio de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, y su normativa de desarrollo. Se adapta la regulación de estas entidades a la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de Servicios de Pago, en algunos aspectos como el ámbito de los servicios a los que la regulación sobre dinero electrónico no resulta de aplicación; asimismo se permite a las entidades de dinero electrónico la prestación de servicios de pago.

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

La Ley responde a una doble finalidad. En primer lugar, se pretende reducir los costes de organización y funcionamiento de las sociedades de capital y lograr la necesaria modernización del Derecho de esta clase de sociedades, así como suprimir algunas de las más injustificadas diferencias existentes entre el régimen de las sociedades anónimas y el de las sociedades de responsabilidad limitada. En segundo lugar, obedece a la necesidad de trasponer a la legislación interna la Directiva 2007/36/CE, cuyo cometido fundamental consiste en facilitar y promover el ejercicio de los derechos de información y voto de los accionistas de las sociedades cotizadas en el ámbito comunitario.

En relación con la reducción de costes de las sociedades de capital, se eliminan algunos requisitos de publicidad en prensa, oficial o privada, entre los que destacan aquellos relativos a la forma de convocatoria de la Junta general, los acuerdos de modificación de estatutos sociales, la publicación de la disolución de la sociedad o el estado anual de cuentas, durante el periodo de liquidación. Se establecen asimismo medidas para la reducción del coste de depósito de las cuentas anuales, aliviando los trámites exigidos para su realización.

Se regula, por primera vez en norma de rango de ley, el régimen jurídico del administrador persona jurídica, con una referencia específica a la responsabilidad solidaria de la persona jurídica representada y del representante. Por otra parte, se prevé la facultad de convocatoria del Consejo de administración por los administradores que representen, al menos, un tercio de los componentes del órgano, cuando el presidente, a pesar de haber sido requerido para ello, no lo hubiera convocado.

La unificación del régimen de las sociedades anónimas y limitadas tiene lugar en relación con la convocatoria de las juntas generales; la admisión de que los estatutos de las sociedades anónimas, en lugar de una rígida estructura del órgano de administración, puedan establecer dos o más modos de organización; la posibilidad de introducir en los estatutos causas de exclusión de los accionistas; la consideración de la inactividad como causa de disolución de todas las sociedades de capital; la generalización de la norma supletoria sobre conversión automática en liquidadores de los administradores de la sociedad; y el régimen jurídico de los liquidadores de sociedad cancelada. Asimismo, atendiendo a la modificación del apartado 1 del artículo 157 de la Ley de Sociedades de Capital, se reputará infracción de las sociedades anónimas y limitadas el incumplimiento de las obligaciones o la vulneración de las prohibiciones establecidas en dicho capítulo.

Por otra parte, partiendo del principio de paridad de trato entre accionistas que se hallen en la misma posición respecto a la información, participación y voto en la Junta, se da forma a un régimen especial de ejercicio de los derechos de participación de los accionistas en la Junta general de las sociedades cotizadas. Se regula con especial detalle el funcionamiento de la Junta general, fijando la convocatoria de las juntas generales extraordinarias con una antelación mínima de 15 días, la posibilidad de voto de los accionistas por medios electrónicos, la publicidad de la convocatoria y su documentación complementaria, el derecho a completar este anuncio y a presentar nuevas propuestas de acuerdo, así como el derecho de información del accionista y la participación y el voto a distancia en la Junta general.

Por último, se limita el conjunto de normas contenidas en el Título XIV de la Ley de Sociedades de Capital, cuyo incumplimiento motiva la incoación de expediente sancionador por parte de la CNMV. Asimismo, se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, de tal manera que pasan a considerarse infracciones graves con arreglo a lo dispuesto en el artículo 100 de la anterior los supuestos de incumpliendo de los artículos 516, 517, 520.2 y 524.2 del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

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

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

La presente reforma puede considerarse global, ya que introduce una serie de importantes modificaciones que pretenden corregir los errores de enfoque detectados en la práctica, así como cubrir determinadas carencias que presentaba la regulación anterior. Entre estas modificaciones han de destacarse las siguientes:

- Se profundiza en las alternativas al concurso o los denominados «institutos preconcursales», ofreciendo a las empresas una forma más ágil y económica

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

- Asimismo, se incorpora a nuestro ordenamiento el «privilegio del dinero fresco», recogido en el artículo 84, con el objetivo de dotar de liquidez a la sociedad que ha refinanciado su deuda, favoreciendo la concesión de crédito a empresas en fase de convenio. Así, se configura como crédito contra la masa «el cincuenta por ciento de los créditos que supongan nuevos ingresos de tesorería y hayan sido concedidos en el marco de un acuerdo de refinanciación», de modo que se establece un mecanismo de protección para ese «dinero nuevo».
- Con el objetivo de favorecer la solución conservativa del concurso, se establece también la posibilidad de realizar modificaciones estructurales durante el concurso de acreedores y se permite la adquisición de créditos concursales, que llevarán aparejado el derecho de voto en las juntas de acreedores cuando el adquirente sea una entidad sometida a supervisión financiera.
- Para que la solución de la insolvencia no se retrase en el tiempo, se simplifica y agiliza el procedimiento concursal, favoreciendo la anticipación de la liquidación, impulsando un verdadero concurso abreviado, ofreciendo soluciones específicas en la fase común y en el convenio y mejorando el régimen de la publicidad registral del concurso.
- Se trata de dar una mayor profesionalización a los administradores concursales. Para ello, se realzan las funciones de la administración concursal y se refuerzan los requisitos para ser nombrado administrador concursal.
- En esta línea, se extienden los supuestos en que la administración concursal está integrada por un único miembro, no limitándolo únicamente a los concursos abreviados. Esto repercute favorablemente en el funcionamiento de la administración concursal, al mismo tiempo que produce una reducción de los costes derivados del concurso.
- Igualmente, se reconoce la posibilidad de que una persona jurídica sea nombrada administrador concursal (por ejemplo, una sociedad profesional), de manera que esta función sea desempeñada por una pluralidad de profesionales con la necesaria formación y experiencia.
- Finalmente, la Ley pretende precisar el régimen jurídico de algunos aspectos concretos del concurso. Así, se resuelven determinadas dudas jurídicas planteadas en torno a la calificación como créditos contra la masa de los créditos salariales e indemnizaciones en caso de despido o extinción de la relación laboral; se fija un orden de pago de los créditos contra la masa en caso de que resulte insuficiente la masa activa; y se modifica la regulación de los concursos conexos.

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

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

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

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

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

## **B Legislación europea**

### **B.1 Abuso de mercado**

**Reglamento (UE) nº 1227/2011, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de octubre de 2011**, sobre la integridad y la transparencia del mercado mayorista de la energía.

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

Las prácticas abusivas en este mercado energético tienen una gran repercusión, ya que estos mercados mayoristas de la energía abarcan tanto los mercados de produc-

tos básicos como los de productos derivados. Asimismo, ha de tenerse en cuenta que afectan de manera transfronteriza a los precios al por mayor de la electricidad y el gas natural, al igual que afectan a los precios al por menor que han de soportar los consumidores y las microempresas. Sin embargo, hasta este momento, las prácticas de control del mercado de la energía han sido específicas de cada Estado Miembro y cada sector, lo que, debido a las múltiples jurisdicciones a que pueden quedar sujetas estas actividades comerciales, ha generado una falta de claridad e incluso cierto descontrol. Por ello, este reglamento trata de establecer un marco regulatorio armonizado para garantizar la transparencia y la integridad de los mercados mayoristas de la energía.

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

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

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

## **B.2 Instituciones de inversión colectiva y empresas de servicios de inversión**

**Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011**, relativa a gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los reglamentos (CE) n<sup>o</sup> 1060/2009 y (UE) n<sup>o</sup> 1095/2010.

La Directiva establece requisitos comunes aplicables a la autorización y supervisión de gestores de fondos de inversión alternativos (*hedge funds*), que son aquellos a los que no resulta de aplicación la Directiva 2009/65/CE, de 13 de julio (Directiva UCITS). De este modo, se establece un marco armonizado de regulación y supervisión de las actividades en la UE de todos los gestores de fondos alternativos, incluidos los que tienen su domicilio social fuera de la UE, estableciéndose un sistema de pasaporte que permite la actividad transfronteriza en la UE. La Directiva no regula propiamente los fondos de inversión alternativos, sino a sus gestores, y establece un plazo de dos años para su transposición a Derecho interno.

Resumidamente, se establece el régimen de autorización y registro y las normas de conducta y transparencia de los gestores de fondos alternativos, así como los requisitos de capital y organizativos. Puede destacarse que la norma incide especialmente en las políticas remunerativas, que deben promover una gestión eficaz y responsable del riesgo; en la necesidad de que se valoren los activos de manera fiable y obje-

tiva; en el nombramiento de depositarios independientes; en las condiciones para la delegación de funciones; en la prevención del riesgo sistémico derivado del apalancamiento de estos fondos de inversión alternativos, para lo cual se dota de instrumentos nuevos a ESMA y al ESRB (Consejo Europeo de Riesgo Sistémico); y en los posibles conflictos de interés derivados del control de una sociedad (cotizada o no) por parte de un fondo de inversión alternativo.

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

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

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

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

Para calcular los requisitos de adecuación de capital se incluyen en el ámbito de la supervisión adicional (a) las entidades de crédito, las entidades financieras y las empresas de servicios auxiliares; (b) las empresas de seguros, las empresas de reaseguros y las sociedades de carteras de seguros; (c) las empresas de inversión, y; (d) las sociedades financieras mixtas de cartera. Se define a las «sociedades financieras mixtas de cartera» como una empresa matriz que no sea una entidad regulada y que, junto con sus filiales, constituya un conglomerado financiero.

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

En el caso de empresas que se dediquen a actividades bancarias o aseguradoras, los reguladores podrán aplicar a la empresa matriz la normativa específica de estos dos sectores o, incluso, supervisión adicional. Actualmente los supervisores debían ele-

gir un solo tipo de normas a aplicar cuando un conglomerado entraba en un nuevo sector. No obstante, la legislación permitirá que los Estados apliquen excepciones a aquellas empresas demasiado pequeñas como para afectar al mercado.

### **B.3 Agencias de calificación crediticia**

**Reglamento (UE) nº 513/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2011**, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia.

Conforme a los cambios propuestos, la nueva autoridad de supervisión europea (ESMA) ostentará competencias exclusivas en materia de supervisión sobre las agencias de calificación crediticia registradas en la UE, entre las que se incluirían también las filiales europeas de Fitch, Moody's y Standard & Poor's.

Las facultades de ESMA incluyen la de solicitar información, incoar investigaciones y efectuar inspecciones in situ. Además, los emisores de instrumentos de financiación estructurada, como las entidades de crédito y las empresas de inversión, deberán facilitar a todas las demás agencias de calificación crediticia interesadas acceso a la información que suministren a su propia agencia de calificación, con el fin de que aquellas puedan emitir calificaciones no solicitadas.

### **B.4 Otras normas**

**Directiva 2011/35/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de abril de 2011**, relativa a las fusiones de las sociedades anónimas.

Esta Directiva refunde la Tercera Directiva 78/855/CEE del Consejo, de 9 de octubre, incorporando sucesivas directivas en materia de fusiones, tales como la Directiva 2006/99/CE, la Directiva 2007/63/CE, y la Directiva 2009/109/CE. Se coordina, por tanto, la legislación de los Estados Miembros relativa a las fusiones de las sociedades anónimas con el objetivo de proteger los intereses de los socios y de los terceros.



---

## Composición del Consejo de la CNMV a 30 de abril de 2012

<b>Presidente</b>	D. Julio Segura Sánchez
<b>Vicepresidente</b>	D. Fernando Restoy Lozano
<b>Consejeros</b>	D. Íñigo Fernández de Mesa Vargas (Secretario General del Tesoro y Política Financiera <sup>1</sup> )
	D. Francisco Javier Aríztegui Yáñez (Subgobernador del Banco de España)
	D. Luis Pedroche y Rojo
	Dña. Ana Isabel Fernández Álvarez
	D. Oriol Amat i Salas <sup>2</sup>
<b>Secretario</b>	D. Alfonso Cárcamo Gil

---

## Composición del Comité Ejecutivo de la CNMV a 30 de abril de 2012<sup>3</sup>

<b>Presidente</b>	D. Julio Segura Sánchez
<b>Vicepresidente</b>	D. Fernando Restoy Lozano
<b>Consejeros</b>	D. Luis Pedroche y Rojo
	Dña. Ana Isabel Fernández Álvarez
	D. Oriol Amat i Salas
<b>Secretario</b>	D. Alfonso Cárcamo Gil

---

1 Nombrado por Real Decreto 2056/2011, de 30 de diciembre.

2 Nombrado por Orden EHA/1572/2011, de 10 de junio.

3 El Comité Ejecutivo de la CNMV está regulado, en cuanto a su creación, constitución y funciones, por el artículo 18 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, según redacción dada al mismo por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

## Composición del Comité Consultivo de la CNMV a 30 de abril de 2012<sup>4</sup>

**Presidente** D. Fernando Restoy Lozano

**Secretario** D. Alfonso Cárcamo Gil

**Secretario Técnico** D. Víctor Rodríguez Quejido

### Vocales

#### Representantes de las infraestructuras de mercado

Titular D. Jaime Aguilar Fernández-Hontoria

Suplente D. Jorge Yzaguirre Scharfhausen

Titular D. Francisco Oña Navarro

Suplente D. Ignacio Solloa Mendoza

Titular Dña. Ana Ibáñez Díaz-Bustamante

Suplente Dña. Aránzazu Ullibarri Royuela

#### Representantes de los emisores

Titular D. Vicente Santamaría de Paredes Castillo

Suplente D. Rafael Mateu de Ros Cerezo

Titular D. Salvador Montejo Velilla

Suplente D. Rafael García de Diego Barber

#### Representantes de los inversores

Titular D. Mariano Rabadán Forniés

Suplente D. Ángel Martínez-Aldama Hervás

Titular D. Antonio M<sup>a</sup> Malpica Muñoz

Suplente D. José Manuel Pomarón Bagües

Titular D. Manuel Pardos Vicente

Suplente D. Daniel Araque Galván

Titular D. Jofre Farrés Roselló

Suplente D. Santiago Pérez Beltrán

#### Representantes de las entidades de crédito y las entidades aseguradoras

Titular D. Javier Rodríguez Pellitero

Suplente D. Juan Basurto Solaguren-Beascoa

Titular D. José María Méndez Álvarez-Cedrón

Suplente D. Antonio Jesús Romero Mora

Titular Dña. Marta de Castro Aparicio

Suplente Dña. Carmen Montellón García

Titular Dña. Pilar González de Frutos

Suplente Dña. María Aránzazu del Valle Schaan

#### Representantes de los colectivos profesionales

---

Titular	D. Rafael Cámara Rodríguez Valenzuela
Suplente	D. Valentín Pich Rosell
Titular	D. Javier Méndez Llera
Suplente	D. Alfredo Jiménez Fernández
Titular	D. Fernando Vives Ruiz
Suplente	Dña. María Gutiérrez Urtiaga

#### Representantes del Fondo de Garantía de Inversiones

---

Titular	D. Ignacio Santillán Fraile
Suplente	D. José Ignacio García-Junceda Fernández

#### Representantes de las Comunidades Autónomas con mercado secundario oficial

---

##### *País Vasco*

Titular	Dña. Manuela Escribano Riego
Suplente	D. Miguel Bengoechea Romero

##### *Cataluña*

Titular	D. Jordi Óliva Ritort
Suplente	D. Josep María Sánchez i Pascual

##### *Comunidad Valenciana*

Titular	D. Jorge Vela BARGUES
Suplente	Aún sin designar

---



# Organigrama de la CNMV

