



BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre ;II
2012



BOLETÍN DE LA CNMV

**Trimestre III
2012**

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

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

Esta publicación, como la mayoría de las elaboradas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, está disponible en el sitio web www.cnmv.es.

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

ISSN (edición impresa): 1887-7044

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Depósito Legal: M-17779-2007

Maqueta: Composiciones Rali, S.A.

Imprime: Artegraf, S.L.

Índice

I	Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas	9
II	Informes y análisis	69
	La fragmentación de la negociación en los mercados de valores: efectos sobre la calidad del mercado y opciones de regulación Fco. Javier González Pueyo y M ^a José Pérez-Santamarina Atiénzar	71
	Competencia y estructura de la industria de fondos de inversión en España: el papel de las entidades de crédito M ^a Isabel Cambón y Ramiro Losada	89
	Evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en 2011 Carolina Moral y Belén García Olmedo	113
	Informe Anual de Gobierno Corporativo de las compañías del Ibex 35 del ejercicio 2011 Sara Ruiz de la Vega y Tomás Corral Blázquez	135
III	Anexo legislativo	153
IV	Anexo estadístico	161

Siglas y acrónimos

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

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

I Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas

Índice

1	Resumen ejecutivo	13
2	Entorno macrofinanciero	16
2.1	La evolución económica y financiera internacional	16
2.2	La evolución económica y financiera nacional	22
2.3	Perspectivas	35
3	La evolución de los mercados nacionales	35
3.1	Los mercados bursátiles	35
3.2	Los mercados de renta fija	43
4	Los agentes de los mercados	52
4.1	Vehículos de inversión	52
4.2	Empresas de servicios de inversión	61
4.3	Sociedades gestoras de IIC	65
4.4	Otros intermediarios: capital-riesgo	67

Índice de recuadros

Recuadro 1:	La implementación de los Principios de IOSCO sobre regulación de valores en España: recomendaciones del FMI en el contexto del FSAP 2012	24
Recuadro 2:	Elementos fundamentales del Real Decreto-Ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito	28
Recuadro 3:	Propuesta de regulación sobre un nuevo documento de información al inversor para productos preempaquetados de inversión minorista	33
Recuadro 4:	Reforma de la legislación sobre folletos de ofertas públicas de venta o suscripción de valores y de admisión a negociación	42
Recuadro 5:	El impacto de los descensos en la calificación crediticia de la deuda soberana: efectos «en cascada»	46
Recuadro 6:	Principales modificaciones del Reglamento de IIC	54
Recuadro 7:	Propuesta de modificación de la Directiva 2009/65/EC sobre UCITS	57

1 Resumen ejecutivo

- El entorno macroeconómico y financiero internacional siguió mostrando ciertos signos de inestabilidad a lo largo del último semestre como consecuencia de la prolongación de la crisis de deuda soberana en Europa y, también, de algunos signos de ralentización en las economías emergentes más importantes. Las previsiones más recientes del FMI apuntan a un avance del crecimiento del PIB mundial del 3,5% en 2012 y del 3,9% en 2013, que estaría liderado nuevamente por las economías emergentes. En el conjunto de las economías avanzadas, el crecimiento de la actividad continúa siendo superior en EEUU, Japón y Alemania, mientras que algunas de las principales economías europeas se encuentran en fase de recesión. Los principales riesgos a la baja sobre las previsiones están relacionados con la incertidumbre acerca de las posibles medidas a adoptar por parte de algunos gobiernos nacionales e instituciones europeas para atajar la crisis de deuda soberana de manera sostenida y con la posibilidad de que la moderación de la actividad de las economías emergentes sea superior a la prevista.
- En este marco, la evolución de los mercados financieros internacionales estuvo fundamentalmente ligada a las variaciones de las perspectivas macroeconómicas de las diferentes áreas, aunque la crisis de deuda soberana impactó con intensidad a los mercados financieros de España e Italia. En los mercados de renta variable, los índices de las bolsas estadounidenses y de un número elevado de economías europeas han mostrado revalorizaciones notables en el transcurso de 2012¹, a pesar de los descensos del segundo trimestre, en un marco de volatilidad contenida. En los mercados de deuda, los momentos de mayores tensiones se produjeron a finales de julio, cuando las primas de riesgo soberano alcanzaron máximos del año en varios países europeos. Desde los primeros días de septiembre, el anuncio de los detalles del plan de compra condicionada de deuda soberana por parte del BCE ha aliviado sustancialmente las tensiones en estos mercados. En este contexto, los volúmenes de deuda emitidos por el sector privado han mejorado respecto a los registrados en 2011, particularmente en el conjunto de las sociedades no financieras.
- El PIB de la economía española se contrajo un 1,3% anual en el segundo trimestre del año como consecuencia de la debilidad de la demanda interna (-0,5% en la zona del euro). La inflación creció de forma notable en agosto y septiembre por el encarecimiento de los precios energéticos y la subida del IVA, mientras que el mercado laboral continuó deteriorándose, hasta alcanzar una tasa de paro próxima al 25% de la población activa en junio. Según las cifras de ejecución presupuestaria, el déficit del Estado, en términos de contabilidad nacional,

1 Con datos hasta el 14 de septiembre.

ascendió al 4,8% del PIB en los ocho primeros meses de 2012, y el de las CCAA al 0,8% en el primer semestre del año. El objetivo de déficit para el conjunto de las AAPP en 2012 asciende al 6,3% del PIB. La economía española continuará en recesión al menos hasta 2013, según las previsiones de los principales organismos internacionales.

- Las entidades de crédito españolas continúan inmersas en un intenso proceso de reestructuración en el que la concesión de asistencia financiera por parte de la UE (de hasta cien mil millones de euros), junto con las medidas legislativas adoptadas recientemente por el Gobierno, debe sentar las bases adecuadas para su saneamiento.
- El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras descendió un 40% en el primer semestre del año hasta los 8.348 millones de euros, en línea con la debilidad de la actividad económica doméstica. La ratio de apalancamiento agregada del sector se incrementó ligeramente desde 1,4 hasta 1,5.
- La evolución de los mercados de renta variable domésticos estuvo ligada tanto a la debilidad de la actividad doméstica como a las turbulencias asociadas a la crisis de deuda soberana. El Ibex 35 mostró una tendencia descendente a lo largo de 2012, algo irregular en los meses centrales del año, que le hizo perder más de un 30% de su valor entre enero y los últimos días de julio. Desde entonces, la decisión de la CNMV de prohibir nuevamente la operativa de ventas en corto sobre acciones españolas (adoptada el 23 de julio), en un marco de extrema volatilidad en el mercado, junto con la disposición del BCE para comprar títulos de deuda europea permitieron que el índice se revalorizara cerca de un 37%. Con todo, en el acumulado del año, las pérdidas del Ibex 35 se sitúan en el 4,8%, las condiciones de liquidez se han deteriorado y la contratación ha descendido un 27%.
- Los mercados de renta fija domésticos se vieron sometidos a una elevada tensión a lo largo de los meses centrales del año, que dio lugar a nuevos máximos en los tipos de interés y en las primas de riesgo de los emisores de todos los sectores de la economía. Estas tensiones tendieron a moderarse desde los últimos días de julio como consecuencia del anuncio del BCE de su intención de intervenir en los mercados secundarios de deuda bajo determinadas condiciones, acentuándose dicha tendencia en septiembre cuando se conocieron los detalles del plan de la autoridad monetaria europea. En este marco, el volumen de deuda emitido en lo que va de año registrado en la CNMV creció un 65% hasta los 267 mil millones de euros, como consecuencia del dinamismo de la emisión de pagarés, cédulas hipotecarias y bonos simples avalados por el Estado.
- El patrimonio de los fondos de inversión descendió un 5,5% en el primer semestre de 2012 hasta situarse en 125,1 mil millones de euros, prolongando la tendencia a la baja que ha mostrado casi ininterrumpidamente desde el inicio de la crisis. Cerca del 85% de esta caída se debió a la persistencia de los reembolsos netos efectuados por los partícipes, que superaron los seis mil millones de euros en este periodo. Las perspectivas del sector siguen siendo complejas, como consecuencia de la competencia que ejercen otros productos de rentabi-

lidades atractivas y riesgo reducido como determinados depósitos bancarios o instrumentos de deuda pública.

- La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) en el primer semestre de 2012, como en ejercicios anteriores, continuó profundamente afectada por las tensiones presentes en los mercados financieros domésticos, que siguieron erosionando de forma sustancial los ingresos derivados de sus principales líneas de negocio. En este marco, se observó un retroceso notable de los beneficios agregados del sector (un 34% hasta los 104 millones de euros) y un incremento relevante del número de entidades en pérdidas. Por el contrario, las condiciones de solvencia de estos intermediarios financieros continuaron siendo suficientemente holgadas.
- El informe contiene siete recuadros monográficos:
 - En el primer recuadro se describen las principales conclusiones de la evaluación que ha efectuado el FMI sobre el grado de implantación por parte de la CNMV de los estándares internacionales en materia de regulación y supervisión de valores promovidos por IOSCO.
 - El segundo recuadro expone las principales características del Real Decreto-Ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, enumerando de forma expresa las novedades que afectan el marco de funcionamiento de la CNMV.
 - El tercer recuadro resume la propuesta de regulación de la Comisión Europea sobre un nuevo documento de información al inversor para productos preempaquetados de inversión minorista.
 - El cuarto recuadro presenta los principales puntos de la reforma de la legislación sobre folletos de ofertas públicas de venta o suscripción de valores y de admisión a negociación.
 - El quinto recuadro analiza el impacto de los descensos en la calificación crediticia de la deuda soberana española sobre la calificación de la deuda del resto de los emisores domésticos, diferenciando entre tipos de emisores y distintos plazos.
 - El sexto recuadro aborda las principales modificaciones del Reglamento de IIC, como consecuencia de la transposición de la Directiva 2009/65/CE, denominada Directiva UCITS IV.
 - Finalmente, el séptimo recuadro presenta los elementos más importantes de la propuesta de la Comisión Europea sobre la modificación de la Directiva 2009/65/EC, que regula las normas que han de seguir las instituciones de inversión colectivas a efectos de poder gozar de un pasaporte comunitario y ser comercializadas en cualquier país de la Unión Europea.

2 Entorno macrofinanciero

2.1 La evolución económica y financiera internacional

En los últimos seis meses, el entorno macroeconómico y financiero internacional ha seguido mostrando signos de inestabilidad...

El entorno macroeconómico y financiero internacional siguió mostrando signos de inestabilidad a lo largo del último semestre como consecuencia de la prolongación de la crisis de deuda soberana en Europa y, también, de algunos signos de ralentización en las economías emergentes más importantes. En el ámbito europeo, las tensiones presentes en los mercados financieros crecieron en los meses centrales del año hasta niveles similares a los de finales de 2011, aunque tendieron a reducirse sensiblemente en septiembre como consecuencia del anuncio de varias medidas de política monetaria de amplio alcance por parte del BCE y, en particular, de los detalles del programa de compra de deuda. Tanto en EEUU como en buena parte de las economías europeas, la necesidad de asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas continuó siendo una prioridad. En el conjunto de las economías emergentes, se observó durante este periodo un menor peso del comercio exterior y una repuesta más dinámica de la demanda interna, todo ello en un contexto de cierta volatilidad en los flujos de capital.

Producto Interior Bruto (% var. anual)

CUADRO 1

	2008	2009	2010	2011	FMI ¹	
					2012P	2013P
Mundial	2,8	-0,7	5,3	3,9	3,5 (-0,1)	3,9 (-0,2)
EEUU	-0,3	-3,5	3,0	1,7	2,0 (-0,1)	2,3 (-0,1)
Zona del euro	0,4	-4,3	1,9	1,5	-0,3 (=)	0,7 (-0,2)
Alemania	0,8	-5,1	3,6	3,1	1,0 (0,4)	1,4 (-0,1)
Francia	-0,2	-2,6	1,7	1,7	0,3 (-0,1)	0,8 (-0,2)
Italia	-1,2	-5,1	1,8	0,4	-1,9 (=)	-0,3 (=)
España ²	0,9	-3,7	-0,3	0,4	-1,5 (0,4)	-0,6 (-0,7)
Reino Unido	-0,1	-4,9	2,1	0,7	0,2 (-0,6)	1,4 (-0,6)
Japón	-1,2	-6,3	4,4	-0,7	2,4 (0,4)	1,5 (-0,2)
Emergentes	6,0	2,8	7,5	6,2	5,6 (-0,1)	5,9 (-0,2)

Fuente: FMI e INE.

1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en julio de 2012 respecto a abril de 2012.

2 Los datos de crecimiento de 2010 y 2011 incorporan las últimas revisiones publicadas por el INE.

...asociados a la prolongación de la crisis de deuda soberana europea y a una cierta desaceleración de algunas economías emergentes.

En este marco, el crecimiento del PIB de las economías más importantes fue, en términos generales, algo mejor de lo previsto en el primer trimestre de 2012 y ligeramente peor en el segundo. Se observaron diferencias notables en el avance de la actividad entre las diferentes economías. Entre las avanzadas, EEUU, Alemania y Japón mostraron los crecimientos más vigorosos, mientras que varias economías europeas se vieron inmersas en un nuevo periodo contractivo que, no obstante, no está siendo tan severo como en las primeras fases de la crisis. En el segundo trimestre de 2012, los descensos más acusados del PIB en términos interanuales se producían en Italia (-2,5%), España (-1,3%), Países Bajos (-0,6%) y Reino Unido (-0,5%). En las economías emergentes asiáticas, el avance del PIB en China e India a mediados de año era algo inferior al 8% y al 4% respectivamente.

Tras los máximos alcanzados en el tercer trimestre de 2011, las tasas de inflación de las principales economías avanzadas mostraron una tendencia decreciente hasta situarse en los meses de verano en niveles que oscilaron entre el 1,4% de EEUU y el 2,4% de la zona del euro (salvo en Japón, donde permanece en terreno negativo), como consecuencia, fundamentalmente, del descenso de los precios de las materias primas. El encarecimiento del precio del petróleo y de otras materias primas que se observa desde hace varias semanas aún no se aprecia con intensidad en los índices de precios. Las tasas subyacentes, en términos generales, tendieron a estabilizarse como consecuencia del estancamiento del crecimiento de la actividad en algunas áreas.

La ausencia de presiones inflacionistas en las principales economías avanzadas...

La ausencia de presiones inflacionistas en las principales economías avanzadas permitió que los tipos de interés oficiales permanecieran sin cambios en el último semestre del año, salvo en la zona del euro, donde el BCE anunció en los primeros días de julio un descenso de 25 p.b. en el tipo de interés oficial hasta el 0,75%. En EEUU, el Reino Unido y Japón permanecieron en niveles históricamente reducidos (del 0-0,25%, 0,5% y 0,1%, respectivamente). A mediados de septiembre, la Reserva Federal estadounidense anunciaba un nuevo programa (el tercero) de expansión cuantitativa de su balance, a la vista de la persistencia de la debilidad del crecimiento y del incremento de los riesgos, que fue acogido favorablemente por los mercados financieros.

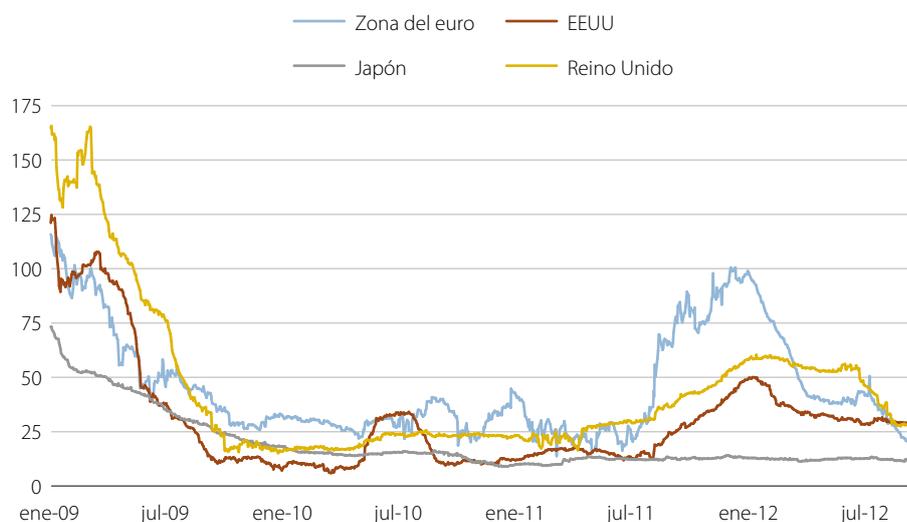
...permitió que los tipos de interés oficiales permanecieran en mínimos históricos, salvo en la zona del euro, donde descendieron en 25 p.b.

Las turbulencias presentes en los mercados de deuda en 2012 no tuvieron una incidencia tan notable en los mercados de depósitos interbancarios como en otras ocasiones. Como se observa en el gráfico 1, el diferencial de tipos de interés entre las operaciones depo y repo a tres meses del mercado interbancario en la zona del euro repuntó ligeramente en julio hasta quedar cerca de los 50 p.b., unos niveles muy alejados de los máximos cercanos a los 100 p.b. observados en periodos previos de turbulencias. Desde entonces, este diferencial se ha reducido de forma notable hasta situarse por debajo de los 20 p.b. a mediados de septiembre, unos niveles inferiores a los observados en EEUU o el Reino Unido.

Las turbulencias de los mercados de deuda apenas se trasladaron al mercado de depósitos interbancario...

Diferencial Libor-OIS a tres meses

GRÁFICO 1



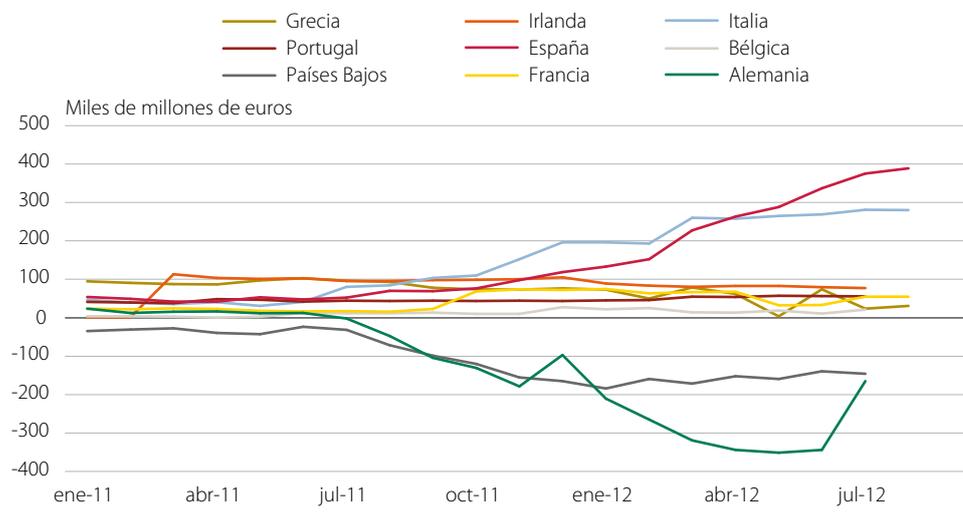
Fuente: Bloomberg. Datos hasta el 14 de septiembre.

...aunque las diferencias entre países en la apelación a la financiación del Eurosistema puso de manifiesto las dificultades de financiación del sector bancario en algunas economías.

Sin embargo, las dificultades de financiación de las entidades bancarias de algunos países europeos fueron palpables a lo largo de los meses centrales del año. Como se observa en el gráfico 2, la financiación (neta de depósitos) que obtuvieron las entidades financieras españolas e italianas alcanzó máximos de 389 mil millones y 280 mil millones en agosto, respectivamente.

Financiación (neta) del Eurosistema

GRÁFICO 2



Fuente: Bloomberg y Banco de España. Datos hasta agosto para España, Italia, Francia y Grecia y datos de julio para el resto de los países.

En los mercados de deuda pública a largo plazo, se vivió un nuevo periodo de turbulencias a finales de julio...

En los mercados de deuda pública a largo plazo, los tipos de interés mostraron comportamientos heterogéneos entre diferentes conjuntos de países. Por un lado, como viene siendo habitual, en los momentos de mayor incertidumbre, que se produjeron a finales de julio, las compras de bonos se desplazaron hacia aquellas economías que se han mostrado más sólidas desde el inicio de la crisis (Alemania, EEUU y Reino Unido), reduciendo sus tipos de interés hasta nuevos mínimos históricos del 1,16% en Alemania y del 1,40% en EEUU y en el Reino Unido. Por otro lado, los tipos de interés de las economías europeas que habían solicitado asistencia financiera en periodos anteriores mostraron, con altibajos, una tendencia descendente que fue notable en el caso del bono irlandés. Finalmente, los tipos de interés del bono de deuda español e italiano a diez años repuntaron hasta máximos del 7,6% y del 6,6%, respectivamente, a finales de julio, aunque tendieron a reducirse de forma notable desde los primeros días de septiembre como consecuencia del anuncio de los detalles del programa de compra de deuda pública por parte del BCE bajo determinadas condiciones. A mediados de septiembre, los tipos de interés de estos bonos se situaban en el 5,8% y el 5,0%, respectivamente (véase gráfico 3).

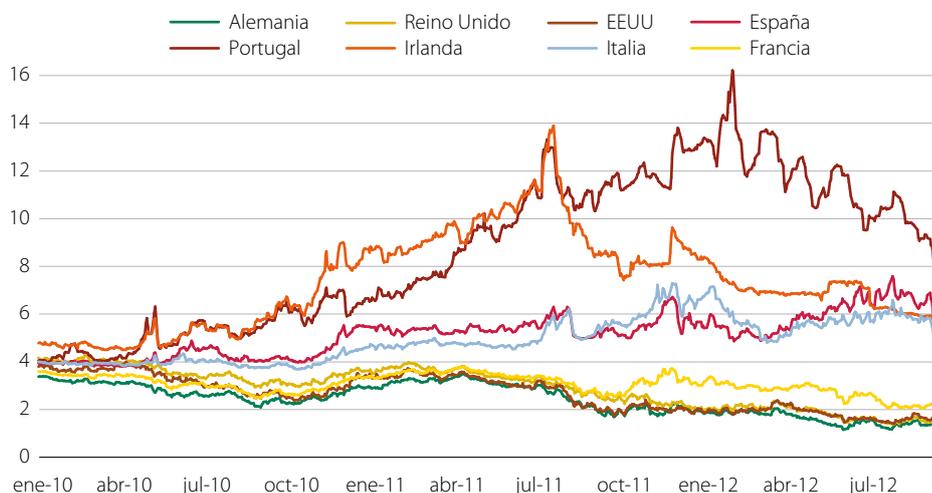
...que tendió a mitigarse en semanas posteriores como consecuencia del anuncio del BCE de los detalles del plan para comprar deuda soberana.

En línea con la evolución de las rentabilidades, las primas de riesgo soberano de un conjunto amplio de economías europeas alcanzaron máximos del año a finales de julio como consecuencia de la intensificación de las tensiones en los mercados de deuda. En el caso del bono español y del italiano, el diferencial de tipos de interés respecto al bono alemán alcanzó los 635 p.b. y los 534 p.b., respectivamente, en aquellos momentos. Desde los primeros días de septiembre, los niveles de riesgo de crédito soberano, evaluados tanto mediante la información de los CDS (véase gráfico 4) como del diferencial de tipos de interés respecto al bono alemán, se redujeron

sustancialmente. Así, a mediados de septiembre, los diferenciales de tipos de interés respecto al bono alemán a diez años se situaban en 412 p.b. en España, 366 p.b. en Irlanda y 336 p.b. en Italia, lo que supone un descenso de 223 p.b., 198 p.b. y 141 p.b., respectivamente, en relación con los valores de finales de julio.

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años

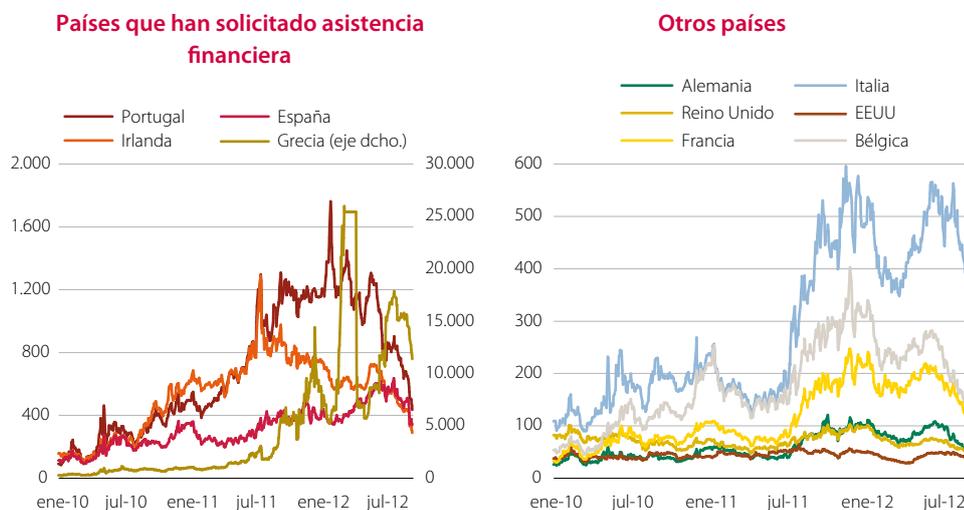
GRÁFICO 3



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 14 de septiembre.

Primas de riesgo soberano, CDS a 5 años

GRÁFICO 4



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 14 de septiembre.

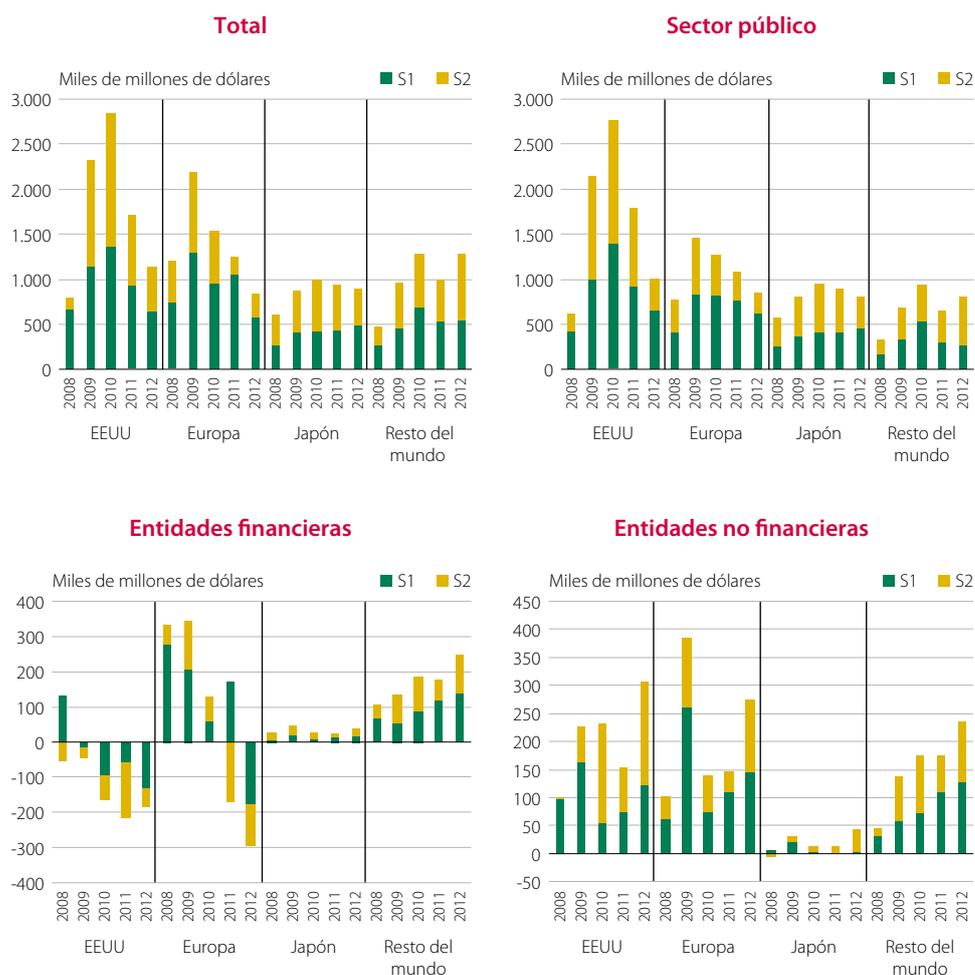
La intensificación de las turbulencias en el mercado de deuda soberana europea no tuvo una incidencia notable en las primas de riesgo del sector corporativo privado, tanto en EEUU como en Europa, pero sí tuvo cierta repercusión en el volumen de deuda neto emitido por las entidades financieras. Como se observa en el gráfico 5, las emisiones netas en los mercados internacionales de deuda en lo que va de año (en términos anualizados) superaron los cuatro billones de dólares, lo que supone un descenso del 15% respecto al total emitido en 2011. Sin embargo, el origen de tal evolución, si atendemos al tipo de emisor y a la región del mismo, radica en la mo-

El volumen de deuda neta emitido en los mercados internacionales se redujo como consecuencia del descenso de las emisiones de deuda soberana en las principales áreas.

deración de las emisiones de deuda soberana en EEUU y en Europa, que respondería, fundamentalmente, a las estrategias de consolidación fiscal puestas en marcha por las diferentes economías avanzadas. Las tensiones en los mercados continuaron afectando a las emisiones de las entidades financieras, que en términos netos seguían siendo negativas tanto en EEUU como en Europa, aunque presentaron un incremento notable entre el primer y el segundo semestre del año. Por su parte, las emisiones de deuda de las entidades no financieras en 2012 se situaban en 862 mil millones de dólares (en términos anualizados), un 76% más que en 2011, con avances significativos en todas las áreas económicas relevantes.

Emisiones netas internacionales de renta fija

GRÁFICO 5



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del segundo semestre de 2012 son hasta el 14 de septiembre, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

Los índices de renta variable internacional, que habían retrocedido con cierta intensidad en el segundo trimestre del año, volvieron a avanzar en el tercero.

Los índices de renta variable de las principales economías avanzadas, que habían mostrado avances notables en el primer trimestre del año, cambiaron su rumbo a lo largo del segundo trimestre como consecuencia de las tensiones asociadas al mercado de deuda europeo y también de la percepción de una cierta desaceleración del crecimiento en algunas áreas económicas. En el tercer trimestre del año, los índices más relevantes mostraban nuevamente incrementos, que eran más intensos en el conjunto de los índices europeos como consecuencia del anuncio del BCE relativo a la posibilidad de comprar deuda soberana europea.

En el conjunto del año, destacan los crecimientos de los índices de las bolsas estadounidenses, de entre el 11,3% y el 22,2%, mientras que en las bolsas europeas se observa un comportamiento mucho más heterogéneo, asociado no solo al impacto que la crisis de deuda soberana está teniendo en cada economía, sino también a las diferencias existentes en torno al dinamismo de la actividad doméstica. Así, en los tres primeros trimestres del año la variación de los principales índices de las bolsas europeas osciló entre el -4,8% del Ibex 35 español y el 25,7% del Dax alemán. Los índices de las bolsas japonesas mostraron avances que oscilaron entre el 3,9% y el 8,3%.

En lo que va de año, destaca la revalorización de los índices estadounidenses y del índice alemán...

La volatilidad de los mercados de renta variable internacional se incrementó temporalmente en los meses centrales del año, particularmente en los índices europeos, aunque no alcanzó los niveles observados en episodios precedentes de turbulencias.

...en un marco de cierto incremento de la volatilidad.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹ (%)

CUADRO 2

	2008	2009	2010	2011	III-11	IV-11	I-12	II-12	III-12 (hasta el 14 de septiembre)		
									% s/ trim. ant.	% s/dic.	% inter- anual ²
Mundo											
MSCI World	-42,1	27,0	9,6	-7,6	-17,1	7,1	10,9	-5,8	9,1	14,0	14,6
Zona del euro											
Euro Stoxx 50	-44,4	21,1	-5,8	-17,1	-23,5	6,3	6,9	-8,6	14,6	12,0	20,2
Euronext 100	-45,2	25,5	1,0	-14,2	-20,6	6,0	8,3	-4,7	10,2	13,7	18,4
Dax 30	-40,4	23,8	16,1	-14,7	-25,4	7,2	17,8	-7,6	15,5	25,7	33,0
Cac 40	-42,7	22,3	-3,3	-17,0	-25,1	6,0	8,4	-6,6	12,0	13,3	18,2
Mib 30	-48,7	20,7	-8,7	-24,0	-23,8	1,0	7,9	-11,3	16,3	11,4	11,6
Ibex 35	-39,4	29,8	-17,4	-13,1	-17,5	0,2	-6,5	-11,3	14,8	-4,8	-2,8
Reino Unido											
FTSE 100	-31,3	22,1	9,0	-5,6	-13,7	8,7	3,5	-3,4	6,2	6,2	10,2
Estados Unidos											
Dow Jones	-33,8	18,8	11,0	5,5	-12,1	12,0	8,1	-2,5	5,5	11,3	18,1
S&P 500	-38,5	23,5	12,8	0,0	-14,3	11,2	12,0	-3,3	7,6	16,6	20,5
Nasdaq-Composite	-40,5	43,9	16,9	-1,8	-12,9	7,9	18,7	-5,1	8,5	22,2	21,4
Japón											
Nikkei 225	-42,1	19,0	-3,0	-17,3	-11,4	-2,8	19,3	-10,7	1,7	8,3	3,3
Topix	-41,8	5,6	-1,0	-18,9	-10,4	-4,3	17,3	-9,9	-1,7	3,9	-1,5

Fuente: Datastream.

1 En moneda local.

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



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

2.2 La evolución económica y financiera nacional

La caída del PIB español en el segundo trimestre del año ascendió al 1,3% por la debilidad de la demanda interna...

Los últimos datos de la Contabilidad Nacional Trimestral referidos al segundo trimestre de 2012 mostraron una caída intertrimestral del PIB de cuatro décimas, una décima más que en el trimestre precedente. La contracción interanual de la economía española se acentuó hasta el 1,3%, siete décimas más que en el primer trimestre. Por su parte, la zona del euro presentó caídas en el segundo trimestre de dos y cinco décimas en términos intertrimestrales e interanuales, respectivamente.

...afectada por el retroceso del consumo privado y de la inversión.

La intensificación de la recesión de la economía española tuvo su origen en el aumento de la contribución negativa de la demanda interna, pues se mantuvo inalterada la aportación positiva del sector exterior. El retroceso de la demanda interna se debió, principalmente, a la evolución del consumo privado (aumentó su caída del 1,5% al 2,2% interanual), de la inversión en construcción (intensificó su descenso en 2,3 p.p. hasta el 11,8%) y de los bienes de equipo (pasó del -6% al -7%). La aportación positiva del sector exterior no varió, ya que el modesto aumento en el crecimiento de las exportaciones fue compensado por la menor caída de las importaciones.

Desde el punto de vista de la oferta, la caída más intensa se produjo en la rama de la construcción.

Desde el punto de vista de la oferta, la caída más intensa continuó correspondiendo al valor añadido bruto de la construcción (-7,1% interanual frente al -7,3% del trimestre anterior). El valor añadido de la rama industrial moderó su descenso (en tres décimas, hasta el -3,1%) y el del sector servicios se contrajo por primera vez desde junio de 2009 (en tres décimas, frente al aumento del 0,9% en el primer trimestre).

La inflación repuntó sustancialmente en agosto y septiembre como consecuencia del encarecimiento de los carburantes y del incremento del IVA.

La tasa de inflación española, que se había mantenido relativamente estable en tasas anuales cercanas al 2% entre enero y junio, repuntó con intensidad en agosto (hasta el 2,7%) y en septiembre (hasta el 3,5% según el indicador adelantado). El fuerte encarecimiento de los carburantes y la subida del IVA explicarían tal comportamiento. La tasa subyacente permaneció estable en el 1,4% en agosto. El notable incremento de la tasa de inflación española anuló por completo el diferencial negativo de inflación con la zona del euro que comenzó en los últimos meses de 2011.

	2008	2009	2010	2011	FUNCAS ¹	
					2012P	2013P
PIB	0,9	-3,7	-0,3	0,4	-1,7	-1,1
Consumo privado	-0,6	-3,9	0,6	-0,8	-1,7	-1,5
Consumo público	5,9	3,7	1,5	-0,5	-6,9	-6,5
Formación bruta de capital fijo, de la que:	-4,7	-18,0	-6,2	-5,3	-8,7	-4,4
Construcción	-5,8	-16,6	-9,8	-9,0	-10,8	-5,8
Maquinaria y bienes de equipo	-3,1	-24,2	3,1	2,5	-7,2	-2,5
Exportaciones	-1,0	-10,0	11,3	7,6	2,0	4,9
Importaciones	-5,2	-17,2	9,2	-0,9	-6,3	-1,3
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	1,5	2,9	0,3	2,3	2,5	1,5
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	-0,2	-6,3	-2,6	-1,7	-3,6	-2,0
Tasa de paro	11,3	18,0	20,1	21,6	24,4	25,2
Índice de precios de consumo	4,1	-0,3	1,8	3,2	2,0	1,7
Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)	-9,9	-4,6	-4,5	-3,6	-1,7	-0,2
Saldo de las AAPP (% PIB)	-4,5	-11,2	-9,4	-8,9	-6,3	-4,0

Fuente: Banco de España, FUNCAS e INE.

1 Con base en el consenso medio del panel de previsiones de la economía española realizado por esta institución mediante una encuesta a dieciocho servicios de análisis. La encuesta se refiere al mes de julio de 2012.

La debilidad del mercado laboral español se acentuó en el segundo trimestre del año como consecuencia de la intensificación de la destrucción de empleo (-4,6%, frente al -3,6% en el trimestre anterior) y del ascenso de la tasa de paro (24,6%, dos décimas más que en el primer trimestre). No obstante, el coste laboral unitario profundizó su contracción en el segundo trimestre (en seis décimas, hasta el -2,1%) como resultado del mayor crecimiento de la productividad por trabajador (3,5%, cuatro décimas más que en el trimestre precedente) y la moderación en el aumento de la remuneración por asalariado (en dos décimas hasta el 1,3%).

La debilidad del mercado laboral se intensificó en el segundo trimestre, cuando la tasa de paro alcanzó el 24,6% de la población activa.

Según las cifras de ejecución presupuestaria, el déficit del Estado, en términos de contabilidad nacional, ascendió al 4,8% del PIB en los ocho primeros meses de 2012, rebasando en tres décimas el objetivo fijado para este año² (el objetivo de déficit del conjunto de las AAPP en 2012 es del 6,3%). Por su parte, el déficit acumulado por las CCAA, cuyo último dato disponible se refiere al primer semestre, se situó en el 0,8%, ligeramente por encima de la mitad del objetivo de déficit para estas administraciones en 2012 (1,5%). A su vez, la deuda pública, según el Protocolo de Déficit Excesivo, alcanzó el 76% del PIB en junio (69,3% a finales de 2011), del cual 58,3 p.p. correspondieron al Estado (52,6 p.p. en 2011), 14,2 p.p. a las CCAA (13,3 p.p. en 2011) y 3,4 p.p. a las Corporaciones Locales (3,3 p.p. en 2011).

Los datos de ejecución presupuestaria hasta junio ponen de manifiesto el compromiso de las diferentes AAPP para reducir el déficit en 2012.

2 Una parte importante de las medidas de ajuste del gasto aprobadas se implementarán en la segunda mitad de año, por lo que es previsible un comportamiento relativo mejor de las cuentas del Estado en los últimos meses.

El pasado mes de junio, el FMI dio a conocer los resultados de una profunda revisión del sistema financiero español realizada durante los últimos meses del pasado ejercicio y los primeros del actual, en el marco de su programa de evaluaciones periódicas de los sistemas financieros nacionales, conocido como Financial Sector Assessment Program (en adelante, FSAP). Este programa, establecido en 1999, contempla un análisis de los distintos subsectores que integran el sistema financiero del país en cuestión, fundamentalmente banca, seguros y valores, atendiendo a aspectos tales como la estabilidad financiera, el grado de implementación de los estándares internacionales de regulación y supervisión y la capacidad o adecuación del sector financiero para contribuir al crecimiento económico. Hasta la fecha, más del 75% de los países miembros del FMI han sido sometidos a revisiones de este tipo. En el caso español, esta es la segunda revisión. La primera tuvo lugar en 2006.

El presente recuadro se refiere a las principales conclusiones de la evaluación en el área más cercana al ámbito competencial de la CNMV: la implantación de los estándares internacionales en materia de regulación y supervisión de valores promovidos por IOSCO¹. Como conclusión general, el informe del FMI pone de manifiesto la existencia de un elevado grado de implantación de las recomendaciones de IOSCO en España. Así, de los 36 principios de IOSCO revisados por el FMI, 28 se califican como «totalmente implantados», cinco como «implantados con carácter general» y solo tres (los principios 2, 12 y 31) como «parcialmente implantados». Además, el FMI pone de relieve que la CNMV ha mejorado durante los últimos años su capacidad para hacer frente a sus responsabilidades, en un contexto caracterizado por la crisis financiera y con medios materiales y humanos seriamente limitados.

A juicio de los evaluadores, entre los elementos que proporcionan fortaleza al sistema de supervisión empleado por la CNMV destacan, de modo especial, la práctica de revisiones de carácter temático, centradas en actividades o aspectos específicos de la industria financiera y dirigidas al conjunto de las entidades, el desarrollo de una sólida estructura para efectuar el seguimiento del mercado y la fuerte implicación de la CNMV en la identificación y el control de los riesgos potencialmente sistémicos. En relación con esta última función, que constituye una de las principales y más recientes novedades del catálogo de estándares de IOSCO, los evaluadores del FMI destacan que la implicación de la CNMV, canalizada a través de un comité interno denominado Grupo Interno de Estabilidad Financiera, se traduce no solo en la identificación de potenciales riesgos sistémicos, sino también en una adecuada revisión del perímetro de supervisión en el ámbito de los valores.

En cuanto a las posibles áreas de mejora, el FMI destacó, sobre todo, algunas recomendaciones en materia de inspecciones a las entidades financieras que comercializan productos y servicios de inversión y las referidas a determinados aspectos del diseño institucional de la regulación y la supervisión de valores en nuestro país que, a su juicio, pueden limitar de forma efectiva la independencia o la capacidad operativa de la CNMV.

Respecto al primer tipo de recomendaciones, que atañen fundamentalmente a los principios 12 y 31, el FMI señala que la CNMV debería hacer un uso más amplio de la supervisión in situ, es decir, de las inspecciones presenciales en las sedes de las entidades supervisadas, y recomienda una intensificación de las mismas, sobre todo respecto a las entidades de crédito, dado su peso en la distribución de productos de inversión. Conviene señalar que, como es habitual entre los supervisores del sector financiero, la práctica supervisora de la CNMV respecto a las entidades financieras bajo su jurisdicción se basa en la combinación de inspecciones in situ y controles a distancia, esto es, basados en el análisis de la información requerida, en su mayor parte, a las propias entidades. En su informe, los evaluadores del FMI reconocen la solidez de la práctica supervisora de la CNMV en ambos casos, destacando especialmente, como se ha señalado, el papel de las revisiones de carácter temático.

La CNMV, consciente de la importancia de las entidades de crédito en la distribución minorista de productos de inversión, ha realizado un considerable esfuerzo en la supervisión de esta actividad por parte de dichas entidades durante los últimos años. En particular, durante los últimos tres años, se han realizado inspecciones in situ a entidades de crédito que suponen el 75% de los clientes del sector, al tiempo que se han intensificado notablemente los controles a distancia dirigidos a estas entidades. Por ejemplo, durante el periodo indicado, la CNMV revisó mediante controles a distancia las prácticas de case de operaciones en el mercado secundario de participaciones preferentes, revisión que afectó a 27 entidades de crédito que representaban en torno al 95% del importe total emitido de este instrumento.

Las recomendaciones relativas a aspectos institucionales atañen, principalmente, a los principios 2 y 3 de IOSCO y algunas de ellas ya figuraban entre las recomendaciones correspondientes a la revisión del FSAP realizada en 2006. En primer lugar, los evaluadores señalan que la atribución de un puesto en el Consejo al Secretario General del Tesoro y Política Financiera o la reserva de determinadas facultades en materia de autorización y sanciones al Ministerio de Economía y Competitividad suscitan cierta preocupación en relación con la independencia del regulador. No obstante, reconocen que el carácter colegiado de las decisiones del Consejo y la naturaleza reglada de los procedimientos de autorización y sanción, en los que se requiere siempre una recomendación de la CNMV, incluso cuando la decisión final corresponde al Ministerio de Economía y Competitividad, mitigan en la práctica esta preocupación.

Asimismo, aunque no se trata de un estándar o principio expresamente contemplado por IOSCO, los evaluadores del FMI sugieren que la CNMV debería tener más facultades en materia de regulación secundaria. Actualmente la CNMV solo puede dictar normas cuando así está expresamente previsto en las normas de rango superior que constituyen el núcleo de la regulación, esto es, las leyes aprobadas por el Parlamento y los reglamentos aprobados por el Consejo de Ministros o por el Ministerio de Economía y Competitividad. En opinión de los evaluadores, esta limitación es demasiado estricta y puede afectar negativamente a la capacidad de la CNMV para responder con la rapidez deseable a problemas emergentes que así lo requieran, una deficiencia particularmente negativa en situaciones de

crisis como la actual. Los evaluadores reconocen que la CNMV, cuando la situación así lo exige, utiliza las facultades que tiene a su disposición para responder ante nuevas exigencias.

Finalmente, como en 2006, los evaluadores también critican la dependencia de la CNMV respecto al Gobierno en materia de contratación de personal. Actualmente, las ofertas de empleo de la CNMV requieren una aprobación gubernamental explícita y deben enmarcarse en la oferta conjunta de empleo anual del sector público. Los evaluadores señalan que tal dependencia puede limitar la capacidad de la CNMV para contratar o retener al personal que se requiere para desarrollar las funciones que tiene encomendadas. De ahí que recomienden explorar mecanismos que permitan a la CNMV competir de un modo adecuado en la captación de su personal laboral.

La CNMV, aun cuando pueda no compartir plenamente algunas de sus conclusiones, valora muy positivamente el trabajo que han desarrollado los evaluadores del FMI en relación con la implementación en España de los objetivos y principios de IOSCO y está analizando sus recomendaciones con suma atención. Asimismo, la Comisión considera que la disponibilidad de una evaluación externa tan cualificada como la realizada por el FMI a través del FSAP, con un enfoque global del sector financiero, resulta de gran utilidad para las autoridades, incluidos los supervisores.

1 La documentación publicada por el FMI referida a este proceso está disponible en: http://www.imf.org/external/pubs/cat/scr1_sp.aspx?s_year=2012&e_year=2012&brtype=default.

Las entidades de crédito españolas continúan inmersas en un profundo proceso de reestructuración que recibe el apoyo financiero de la UE.

Las entidades de crédito españolas continúan inmersas en un intenso proceso de reestructuración en el que la obtención de asistencia financiera por parte de la UE (de hasta cien mil millones de euros), junto con las medidas legislativas adoptadas recientemente por el Gobierno (véase el recuadro 2), debe sentar las bases adecuadas para su saneamiento. La debilidad de la actividad económica doméstica está impidiendo una recuperación más rápida del sector, por lo que no es previsible una reanudación relevante en la concesión de crédito a corto plazo.

Las pérdidas del sistema se situaron cerca de los 16 mil millones de euros en el primer semestre del año.

El resultado antes de impuestos agregado de las entidades de depósito en el primer semestre del año arrojó una cifra negativa cercana a los 16 mil millones de euros (frente a los beneficios de 1.441 millones en el primer semestre de 2011) como consecuencia del fuerte incremento de las pérdidas por el deterioro de activos financieros, que ascendieron a 15.977 millones de euros, y del resto de los activos, que se situaron en 7.052 millones de euros. Como nota positiva de la cuenta de resultados agregada, cabe señalar la mejoría del margen bruto de estas entidades y la contención de los gastos de explotación.

La financiación que proporcionan a las sociedades no financieras y a los hogares intensificó su retroceso a mediados de año.

La financiación a los sectores no financieros del sector privado, que descendía a tasas interanuales próximas al 2% en los primeros meses de 2012, intensificó su tendencia a la baja en los meses centrales del año hasta situarse en julio en el -3,3%. La financiación a las sociedades no financieras descendía un 3,3% en términos interanuales (-5,9%, préstamos y 8,7%, valores distintos de acciones) y la financiación a los hogares caía un 3,4% (-3,0%, préstamos para la adquisición de vivienda y -4,6%,

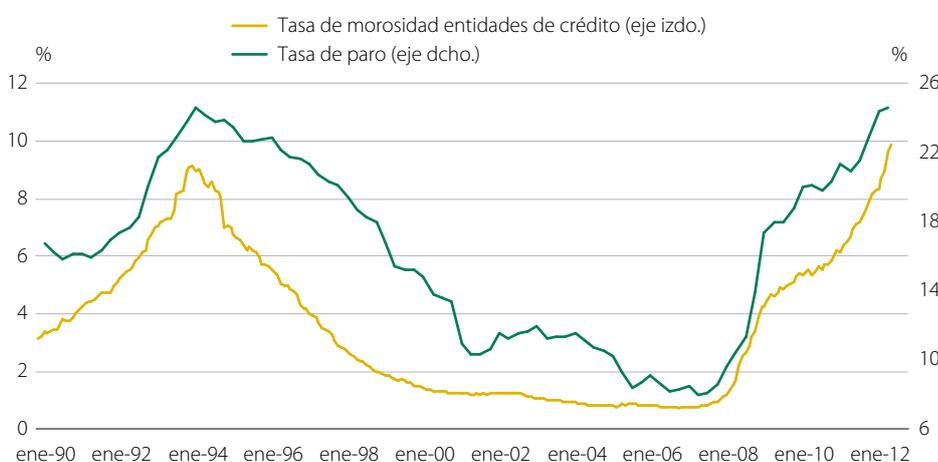
préstamos al consumo). Por el contrario, la financiación a las AAPP avanzaba con intensidad, a tasas cercanas al 15% a lo largo de todo el año.

La tasa de morosidad de las entidades de crédito continuó ascendiendo a lo largo de 2012 como consecuencia de la debilidad de la actividad económica doméstica y de la elevada tasa de paro, cercana al 25% de la población activa (véase gráfico 7). En julio, la morosidad de estas entidades se situaba prácticamente en niveles del 10%, superando por segundo mes consecutivo los valores máximos observados en la crisis económica de los años 1992-1993 (la morosidad máxima fue del 9,15% en febrero de 1994). La mayoría de los créditos morosos continúan ligados a las actividades de promoción inmobiliaria (27,4% en junio) y de construcción (23,9%). La morosidad ligada al crédito para adquisición de vivienda con garantía hipotecaria se situaba a mediados de año en el 3,2%.

La morosidad de las entidades de crédito, próxima al 10%, ya ha superado el máximo histórico registrado en la crisis de los años 1992-1993.

Tasa de morosidad de las entidades de crédito y tasa de paro¹

GRÁFICO 7



Fuente: Banco de España e INE. Datos de morosidad hasta julio, tasa de paro hasta junio.

¹ Sobre la población activa.

Las condiciones de financiación de las entidades de crédito se han endurecido sensiblemente a lo largo del segundo trimestre del año y parte del tercero como consecuencia de la incertidumbre existente acerca del grado de saneamiento del sector financiero español, para el que, finalmente, el Gobierno solicitó asistencia financiera a la UE en el mes de junio. La financiación de estas entidades en 2012 se ha basado, por una parte, en el notable incremento del acceso a los recursos del Eurosistema (que en agosto alcanzaba los 389 mil millones de euros, véase gráfico 2) y, por otra parte, en la apelación al ahorro del sector privado no financiero, fundamentalmente por la vía de los pagarés. Las emisiones de deuda a largo plazo de estas entidades se han concentrado en cédulas hipotecarias y en bonos simples (la mayoría avalados por el Estado), que han sido mayoritariamente retenidos en balance con el fin de poder ser utilizados como colateral en la financiación procedente del Eurosistema. Como nota positiva, cabe señalar la salida al mercado de algunas entidades en septiembre, como consecuencia de la notable reducción de las tensiones presentes en los mercados en dicho mes.

La financiación de estas entidades continuó descansando fundamentalmente en los recursos obtenidos del Eurosistema.

El Real Decreto-Ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, trata fundamentalmente de dar cumplimiento a las medidas previstas en el Memorando de Entendimiento enmarcado en el plan de asistencia financiera solicitado por España en junio de este año para la recapitalización de su sector financiero y cuya aprobación era obligada antes de finales de agosto de dicho año. Adicionalmente, dadas las dificultades que atraviesa el sector financiero español, proporciona a las diferentes instituciones de carácter público todos los instrumentos necesarios para completar el proceso de reestructuración iniciado hace ya más de tres años, minimizando el uso de los recursos públicos y salvaguardando la estabilidad del sistema financiero.

Para ello, la norma regula tres procedimientos en función del grado de viabilidad de la entidad de crédito: actuación temprana, reestructuración y resolución. El proceso de actuación temprana se aplicará cuando la entidad de crédito incumpla los requisitos de solvencia, liquidez, estructura organizativa o control o resulte razonablemente previsible que lo haga, pero se encuentre en disposición de retornar al cumplimiento por sus propios medios o a través de un apoyo financiero excepcional mediante instrumentos convertibles en acciones en un plazo máximo de dos años.

Las entidades que se encuentren en la situación anterior han de presentar un plan de actuación al Banco de España que asegure su viabilidad a largo plazo sin necesidad de apoyos financieros públicos. Asimismo, durante esta fase el Banco de España puede exigir la sustitución de los miembros del Consejo de administración o la sustitución provisional del órgano, en caso de situación de excepcional gravedad de la entidad que ponga en peligro la efectividad de sus recursos propios o su estabilidad, liquidez o solvencia.

Por su parte, el procedimiento de resolución se aplicará a entidades inviables o que, previsiblemente, lo sean en un futuro próximo, mientras que el proceso de reestructuración se aplicará a aquellas entidades que, necesitando asistencia financiera pública para garantizar su viabilidad, tengan la capacidad para devolverla en los plazos previstos para cada instrumento de apoyo contemplado en el Real Decreto-Ley (concretamente, adquisición de acciones ordinarias, instrumentos convertibles u otras aportaciones al capital social).

El concepto de resolución (en contraposición al procedimiento concursal) se configura como una de las principales novedades que la norma incorpora a nuestro ordenamiento jurídico para dotar de mayores garantías a los depositantes y al conjunto del sistema financiero en caso de liquidación de una entidad de crédito. En relación con los instrumentos de resolución, se ha tenido en cuenta la propuesta de directiva europea, incluyéndose la venta de negocio de la entidad a un tercero, la transmisión de activos o pasivos a un banco puente, o la transmisión de activos o pasivos a una sociedad de gestión de activos. En el caso de que se abra el proceso de resolución, además, se deberá proceder a la sustitución del órgano de administración.

Las entidades inmersas en procesos de reestructuración o resolución deberán elaborar un plan que deberá ser aprobado por el Banco de España. El Fondo de Reestructura-

ción Ordenada Bancaria (FROB) determinará los instrumentos más adecuados para implementarlos de forma ordenada y con el menor coste posible para el contribuyente.

Otro de los elementos principales de este real decreto-ley es la creación de una sociedad de gestión de activos, que concentrará los activos problemáticos de las entidades de crédito facilitando su gestión. El FROB podrá obligar a la entidad de crédito a traspasar dichos activos a esta sociedad, que se constituirá como sociedad anónima. La norma remite a un desarrollo reglamentario posterior para precisar algunos aspectos relativos al régimen de transmisión y valoración de los activos trasferidos.

Asimismo, el Real Decreto-Ley establece mecanismos voluntarios y obligatorios de gestión de instrumentos híbridos de capital, como las participaciones preferentes y la deuda subordinada, basados en quitas de estos instrumentos. Estas acciones parten de un principio evidente de responsabilidad y asunción de riesgos, bajo el cual los accionistas y los acreedores de la entidad son los que, en primer lugar, deben asumir los costes de su reestructuración o resolución. El FROB acordará la aplicación de estas acciones¹.

El Real Decreto-Ley refuerza los poderes de intervención del FROB. Entre otras medidas, se modifica la composición del órgano de gobierno del FROB, eliminando la participación de las entidades de crédito a través del Fondo de Garantía de Depósitos y evitando así potenciales conflictos de interés. Se designa un Director General que desarrollará las funciones ejecutivas, y se establece el carácter ejecutivo de las medidas de resolución, que no necesitarán la aprobación de la Junta general de accionistas. Adicionalmente, esta norma busca un marco de cooperación y coordinación entre el FROB y otras autoridades competentes nacionales o internacionales, en términos similares a los ya existentes para instituciones como el Banco de España².

En sus disposiciones adicionales y finales, el Real Decreto-Ley introduce medidas de índole heterogénea, pero de suma importancia, exigidas en el Memorando de Entendimiento, que buscan una mejora del funcionamiento del mercado financiero. En primer lugar, se refuerza la protección del inversor minorista y los poderes de control de la CNMV en materia de comercialización de productos de inversión por parte de las entidades, especialmente en relación con los productos complejos, entre los que se incluyen las participaciones preferentes. En concreto, la comercialización o colocación entre clientes minoristas de productos complejos computables como recursos propios conforme a la normativa de solvencia de entidades de crédito requerirá que: (i) la emisión cuente con un tramo dirigido exclusivamente a clientes o inversores profesionales de al menos el 50% de la misma, sin que el número total de tales inversores sea inferior a cincuenta, y (ii) en el caso de emisiones de participaciones preferentes³, el valor nominal unitario mínimo de los valores será de 100.000 euros (25.000 euros en el resto de las emisiones). El incumplimiento de estos requisitos constituirá una infracción muy grave.

Adicionalmente, la CNMV podrá requerir que en la documentación que se entrega a los inversores previamente a la adquisición de un producto y en su publicidad se incluyan cuantas advertencias estime necesarias incluidas aquellas que destaquen que se trata de un producto no adecuado para inversores minoristas. Además, se exige la entrega al cliente, por parte de las empresas de servicios de

inversión, de una copia del documento que recoja la evaluación de la conveniencia realizada, y que se informe por escrito o en soporte duradero de las recomendaciones que se realicen ajustadas al perfil del inversor. Finalmente, también debe destacarse como novedad la obligación de que las entidades recaben de los clientes, junto a su firma, en la documentación contractual de adquisición de productos complejos, una expresión manuscrita en los términos que señale la CNMV por la que el inversor manifieste que ha sido advertido de que el producto no resulta conveniente para él o que no ha podido evaluarlo por falta de información.

En segundo lugar, se revisan los umbrales que establece la Ley del Mercado de Valores para determinar la obligatoriedad de publicar un folleto de emisión y, por tanto, considerar la emisión como una oferta pública de venta o suscripción de valores. Del mismo modo, se modifican los umbrales que obligan a los emisores cuyos valores cotizan en un mercado secundario oficial u otro mercado regulado a difundir información pública periódica.

Otro aspecto relevante contenido en las disposiciones del Real Decreto-Ley es la transferencia de las funciones de autorización y sanción de las entidades de crédito, que antes correspondían al Ministerio de Economía y Competitividad, al Banco de España.

Finalmente, se modifican los requisitos de capital principal de las entidades de crédito contenidos en el Real Decreto-Ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero⁴, y se unifican en un requisito del nueve por cien de las exposiciones ponderadas por riesgo que deberán cumplir a partir del 1 de enero de 2013. Del mismo modo, se modifica la definición de capital principal asemejándola, tanto en elementos computables como en deducciones, a la utilizada por la Autoridad Bancaria Europea.

- 1 En el Real Decreto-Ley se matiza que, de acuerdo con el principio de responsabilidad y asunción de riesgos, el hecho de que una entidad de crédito haya recibido apoyo financiero público por razones de urgencia antes de la adopción expresa de una decisión sobre su reestructuración o resolución no impedirá que el FROB, posteriormente, imponga acciones de gestión de tales instrumentos, cuyo objetivo es la minimización del coste a asumir por el contribuyente.
- 2 Por ejemplo, en el caso del traslado de los valores depositados en una entidad administrada por el FROB a otra entidad habilitada para desarrollar esa actividad se requiere un informe previo de la CNMV.
- 3 También se aplica a los instrumentos de deuda convertibles de entidades que no sean sociedades cotizadas.
- 4 El 8% con carácter general y el 10% para entidades con difícil acceso a los mercados de capitales y para las que predomine la financiación mayorista.

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras descendió un 40% en el primer semestre del año hasta los 8.348 millones de euros...

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras descendió un 39,9% en el primer semestre del año hasta los 8.348 millones de euros (véase cuadro 4), en línea con el estancamiento de la actividad doméstica. A pesar de que todos los sectores contemplados mostraron un deterioro en la cifra de resultados, la caída de los mismos fue particularmente elevada en el sector de la construcción y las actividades inmobiliarias, donde los beneficios superiores a los mil millones de euros en el primer semestre de 2011 se tornaron en pérdidas cercanas a los 2.100 millones de euros este año, y en el sector del comercio y los servicios, donde los beneficios se redujeron desde los 5.199 millones de euros hasta los 3.019 en los mismos periodos. La moderación de los beneficios en términos absolutos no fue tan relevante en el sector de la energía y en el industrial.

**Evolución de los resultados por sectores¹:
empresas cotizadas no financieras**

CUADRO 4

Millones de euros	EBITDA ²		EBIT ³		Resultado ejercicio	
	1S11	1S12	1S11	1S12	1S11	1S12
Energía	14.227	14.222	9.652	9.235	6.129	5.827
Industria	3.468	3.892	2.332	2.656	1.539	1.524
Comercio y servicios	15.972	14.792	8.997	7.521	5.199	3.019
Construcción e inmobiliario	3.641	3.850	2.409	2.113	1.006	-2.093
Ajustes	-85	-4	-30	45	13	71
TOTAL AGREGADO	37.223	36.752	23.360	21.570	13.886	8.348

Fuente: CNMV.

1 Resultados acumulados en el año.

2 Resultado bruto de explotación.

3 Resultados antes de intereses e impuestos.

El endeudamiento agregado de las sociedades cotizadas no financieras se incrementó un 1,3% entre diciembre de 2011 y junio de 2012 hasta los 312.882 millones de euros, interrumpiendo la tendencia descendente iniciada en 2010 y dando lugar a un ligero incremento de la ratio de apalancamiento (deudas sobre patrimonio) desde 1,4 hasta 1,5. En términos relativos, el mayor incremento de la deuda se produjo en el sector de la industria, con un 6,0% hasta los 18,6 mil millones de euros, mientras que en términos absolutos fue el sector del comercio y los servicios el que mostró un incremento de las deudas superior (de 4.393 millones de euros hasta 117.535 millones de euros). 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), y los indicadores de la carga financiera soportada por las empresas (ratio EBIT/carga financiera) se mantuvieron relativamente estables en el conjunto de las empresas cotizadas entre diciembre de 2011 y junio de 2012 (véase cuadro 5). Estos indicadores empeoraron en el sector del comercio y los servicios, donde el incremento del endeudamiento había sido superior, y tendieron a estabilizarse e, incluso, mejoraron levemente en el resto de los sectores.

...mientras que la ratio de apalancamiento agregada se incrementó ligeramente desde 1,4 hasta 1,5.

Los indicadores de posición patrimonial de los hogares correspondientes al primer trimestre de 2012 revelan una disminución de la ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible hacia niveles del 120%, como consecuencia de la reducción del nivel de deuda y del mantenimiento de la renta de los hogares. Su riqueza neta también se contrajo debido a la pérdida de valor de los activos inmobiliarios. En relación a las decisiones de inversión financiera, la adquisición neta de activos financieros por parte de los hogares en el primer trimestre del año (con datos acumulados de cuatro trimestres) ascendió al 1,5% del PIB, cuatro décimas menos que en el conjunto de 2011. La inversión en medios de pago (efectivo y depósitos) fue negativa (-0,4% del PIB), mientras que la inversión en depósitos a plazo y en valores de renta fija fue positiva (0,6% del PIB). La adquisición neta de acciones y otras participaciones también fue positiva pero de magnitud muy reducida y continuó el reembolso de fondos de inversión (véase gráfico 8).

En un contexto marcado por el descenso del apalancamiento de los hogares, su volumen de inversión financiera, orientada a valores de deuda y a seguros, se sitúa en mínimos de los últimos años.

Evolución del endeudamiento financiero bruto por sectores: empresas cotizadas

CUADRO 5

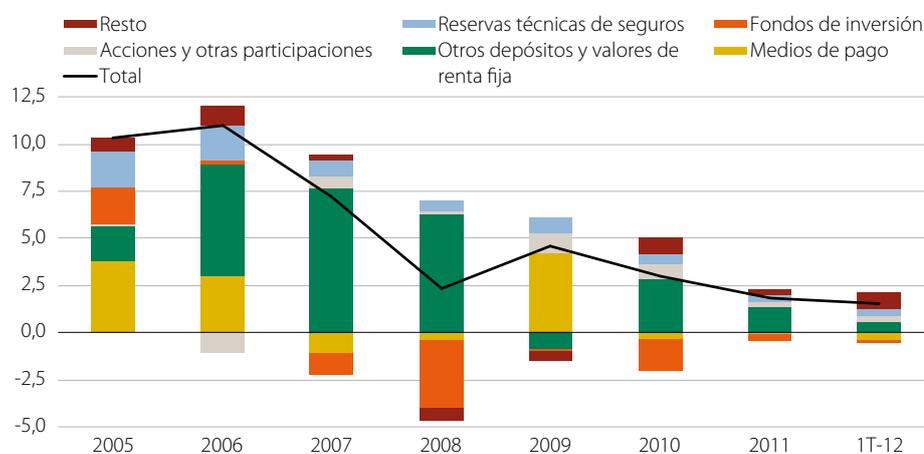
Millones de euros		2008	2009	2010	2011	1512
Energía	Deudas	82.608	100.572	98.283	95.853	94.602
	Deudas/patrimonio	0,89	1,08	0,95	0,92	0,89
	Deudas/EBITDA ¹	2,82	3,46	2,81	3,27	3,33
	EBIT ² /carga financiera	3,67	3,38	4,15	3,30	3,31
Industria	Deudas	15.645	15.953	14.948	17.586	18.634
	Deudas/patrimonio	0,69	0,69	0,58	0,63	0,68
	Deudas/EBITDA	2,71	3,05	2,11	2,54	2,39
	EBIT/carga financiera	3,41	3,15	5,00	3,90	4,25
Construcción e inmobiliario	Deudas	119.788	104.762	99.917	83.716	83.434
	Deudas/patrimonio	3,77	4,08	3,42	2,98	3,29
	Deudas/EBITDA	31,87	22,48	11,18	15,00	10,84
	EBIT/carga financiera	0,01	0,31	0,98	0,52	0,86
Comercio y servicios	Deudas	112.322	108.579	115.413	113.142	117.535
	Deudas/patrimonio	2,14	1,78	1,60	2,01	2,14
	Deudas/EBITDA	3,58	3,70	3,38	3,78	3,97
	EBIT/carga financiera	2,86	3,28	3,94	2,45	2,17
Ajustes ³		-20.802	-1.908	-1.792	-1.404	-1.323
TOTAL AGREGADO	Deudas	309.561	327.958	326.769	308.893	312.882
	Deudas/patrimonio	1,63	1,63	1,43	1,44	1,47
	Deudas/EBITDA	4,63	4,82	3,84	4,29	4,26
	EBIT/carga financiera	2,01	2,42	3,12	2,30	2,32

Fuente: CNMV.

- 1 Resultado bruto de explotación.
- 2 Resultado antes de intereses e impuestos.
- 3 Para elaborar este cuadro se ha eliminado la deuda de las sociedades cotizadas que a su vez consolidan en otro grupo cotizado español. En la fila de ajustes se incluyen las eliminaciones correspondientes a las filiales cuya matriz pertenece a otro sector.

Hogares: adquisiciones de activos financieros

GRÁFICO 8



Fuente: Banco de España, *Cuentas financieras*. Datos acumulados de cuatro trimestres.

En julio de 2012, la Comisión Europea presentó una propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre documentos fundamentales de información para productos de inversión. En caso de aprobarse, este reglamento conllevará el establecimiento de un nuevo documento de información al inversor (*key investor information document*, KIID), exigible en la comercialización de los productos de inversión minorista calificados en la propuesta como «preempaquetados» (*packaged retail investment products*, PRIP).

El principal objetivo de esta iniciativa legislativa es lograr que la información suministrada al cliente minorista antes de una operación sea comparable para los diferentes productos, comprensible y que se presente de forma homogénea. El fin último es favorecer que los inversores minoristas tomen decisiones de inversión sobre una base más sólida que les permita comparar entre productos con características económicas similares, aunque hayan sido estructurados con una forma legal diferente.

El Reglamento será vinculante en su integridad y directamente aplicable en todos los Estados Miembros dos años después de su entrada en vigor, según lo previsto en la propuesta. En el caso de los fondos de inversión, el plazo será de cinco años y, mientras tanto, podrán seguir usando el documento de datos fundamentales para el inversor aprobado por la Directiva 2009/65/EC.

A continuación se resumen los principales aspectos de la propuesta de Reglamento:

1. *Ámbito de aplicación.* El Reglamento se aplicará a todos aquellos productos de inversión en los que el retorno ofrecido al inversor dependa de la evolución de uno o varios activos o valores de referencia distintos de un tipo de interés. La propuesta se refiere a estos productos como productos preempaquetados. Dentro de estos productos se entienden incluidos aquellos que tengan el capital total o parcialmente garantizado, los fondos de inversión dirigidos a minoristas, todos los productos estructurados, los instrumentos derivados y los productos de seguros con un elemento de inversión.
2. *Responsabilidad de la elaboración del KIID.* Tal responsabilidad se atribuye expresamente a quien elabore el producto, por entender que es quien se encuentra en mejor situación para conocer sus características, además de ser el responsable último del mismo. Se debe elaborar un KIID para cada producto, que se publicará con carácter previo a su comercialización entre inversores minoristas. Se considera igualmente como elaborador del producto a aquel que introduzca cambios en el mismo alterando su perfil de rendimiento-riesgo o los costes. El elaborador del producto podrá delegar en terceras personas la preparación del KIID (por ejemplo, en el distribuidor del producto), aunque tal delegación no afectará a su responsabilidad.
3. *Formato y contenido del KIID.* El documento deberá cumplir los siguientes criterios: i) publicarse separadamente y distinguirse claramente de las co-

municaciones publicitarias, ii) ser corto, claro y comprensible, iii) no utilizar términos técnicos y iv) incluir la información fundamental. Los elementos esenciales a incluir en el documento serán: 1) identificación del producto y su elaborador, 2) naturaleza y características del producto (con inclusión de escenarios de rendimiento si fuera relevante), 3) indicación sobre si puede perder dinero, 4) periodo de tenencia mínimo recomendado, 5) liquidez esperada (se indicará la posibilidad y las condiciones de una desinversión previa al vencimiento), 6) riesgos y costes y 7) rendimientos históricos (si fuera relevante). El detalle de la información a incluirse en el KIID y el formato se desarrollará a través de actos delegados de la Comisión Europea. Las comunicaciones publicitarias no podrán incluir datos incoherentes con la información del KIID o que rebajen la relevancia de la misma. Asimismo, deberán mencionar que este documento existe y aportar información sobre cómo obtenerlo. El elaborador del producto deberá mantener actualizado el KIID, según condiciones y frecuencia que serán fijados mediante actos delegados de la Comisión Europea. En caso de que el documento no cumpla con los requisitos establecidos en el Reglamento, el inversor podrá reclamar al elaborador del producto los perjuicios o pérdidas causadas por el uso de la información contenida en él. La carga de la prueba recaerá en el elaborador.

4. *Obligación de proporcionar el KIID.* El distribuir del producto o, en caso de ventas directas, el elaborador deberá proporcionar gratuitamente el KIID a los inversores minoristas con antelación suficiente a la realización de la operación. No obstante, se permite que, cuando la operación se realice a través de un medio de comunicación a distancia, la entrega se realice inmediatamente después de la operación siempre que no sea posible hacerlo antes y se haya informado al cliente de ello. También en este caso, la Comisión Europea fijará mediante actos delegados el momento en que debe entregarse la información. El KIID podrá facilitarse en papel o en otros medios duraderos alternativos, así como a través de la página web del elaborador o el distribuidor.
5. *Otros aspectos: reclamaciones y sanciones.* Los elaboradores de los productos deberán establecer procedimientos que aseguren que los inversores minoristas reciben una contestación sustantiva a las reclamaciones presentadas en tiempo y forma adecuados. Los Estados Miembros deberán asegurarse de que tienen el poder para imponer al menos las siguientes sanciones: prohibir o suspender la comercialización de un producto de inversión, realizar una advertencia pública sobre un incumplimiento de la normativa y ordenar la publicación de una nueva versión del KIID. Igualmente, deberán asegurarse de que tienen el poder para emitir, o solicitar al elaborador o vendedor del producto que emita, una comunicación al inversor donde se le informe sobre la medida adoptada y sobre dónde remitir las quejas o solicitudes de compensación. Asimismo, deberá informarse al público sobre las sanciones administrativas y las medidas impuestas, identificando el incumplimiento y al responsable del mismo, salvo que dicha información perjudique seriamente a los mercados financieros o a las partes implicadas. Estos datos deberán comunicarse también a las tres autoridades supervisoras europeas (EBA, EIOPA y ESMA).

2.3 Perspectivas

Las previsiones más recientes del FMI, publicadas en julio, revelan que el crecimiento del PIB mundial ascenderá al 3,5% en 2012 y al 3,9% en 2013, retomando un ritmo similar al de 2010. La actividad de las economías avanzadas aumentaría un 1,4% este año, ligeramente por debajo de la variación de 2011, y cerca de un 2% en 2013, mientras que la de las economías emergentes avanzaría un 5,6% este ejercicio y cerca de un 6% en 2013, algo por debajo del 6,2% de 2011.

Los principales riesgos que se ciernen sobre estas previsiones son a la baja y están relacionados fundamentalmente con la posibilidad de que los mecanismos de gestión de la crisis de deuda soberana en Europa no sean lo suficientemente eficaces o no se implementen con la rapidez necesaria. En este sentido, el compromiso mostrado por los Estados Miembros a favor del avance en la unión fiscal y bancaria de la zona, así como la publicación de los detalles del plan de compra de deuda soberana en los mercados secundarios por parte del BCE bajo determinadas condiciones, suponen pasos en la buena dirección. Otros riesgos que afectan a determinadas economías avanzadas están relacionados con la necesidad de consolidar las cuentas públicas a medio plazo, particularmente en EEUU y en Japón. En el conjunto de las economías emergentes, existen riesgos bajistas sobre el escenario principal de crecimiento asociados a la posibilidad de que el sector exterior muestre un avance menos sólido y de que el crecimiento del crédito sea menos dinámico.

En cuanto a la economía española, las previsiones del FMI correspondientes al mes de julio apuntaban a un descenso de la actividad del 1,5% en 2012 y del 0,6% en 2013. Estas cifras suponen una revisión al alza de cuatro décimas y a la baja de siete décimas, respectivamente, en relación a las previsiones publicadas anteriormente, en abril. El grado de incertidumbre que rodea este escenario macroeconómico central es muy elevado, como consecuencia de las tensiones presentes en los mercados financieros domésticos, que están dificultando sustancialmente la financiación de todos los sectores económicos, y de la prolongada debilidad del mercado laboral. Con todo, la obtención de asistencia financiera por parte de la Unión Europea para sanear el sistema financiero doméstico, inmerso en un profundo proceso de reestructuración, junto con la adopción de diferentes reformas de corte estructural y de otras de carácter fiscal, puede ayudar a mitigar algunos de los riesgos que se ciernen sobre la economía española.

Las previsiones más recientes del FMI indican que el crecimiento mundial ascenderá al 3,5% en 2012 y al 3,9% en 2013 y que continuará liderado por el dinamismo de las economías emergentes.

Los principales riesgos que se atisban sobre las previsiones están asociados, fundamentalmente, con la idoneidad de los mecanismos de gestión de la crisis de deuda soberana en Europa.

El PIB de la economía española descenderá cerca de un 1,5% este año y un 0,6% el próximo ejercicio como consecuencia de las tensiones en los mercados financieros y la prolongada debilidad del mercado laboral.

3 La evolución de los mercados nacionales

3.1 Los mercados bursátiles

Como ocurrió durante el segundo trimestre de 2012, los mercados domésticos de renta variable volvieron a sentir con fuerza en el mes de julio las repercusiones de la crisis de deuda soberana europea y los problemas del sistema financiero español, en un marco de notable debilidad de la actividad económica. Se observaron descensos significativos de las cotizaciones bursátiles, un deterioro relevante de las condiciones de liquidez y un incremento de la volatilidad hasta máximos del año. Sin embargo, desde los últimos días de julio, el anuncio y la posterior publicación del

En este marco, el Ibex 35 ha perdido un 4,8% en lo que va de año,...

nuevo plan de intervención del BCE en los mercados de deuda soberana europea atenuaron sustancialmente las turbulencias en los mercados de renta variable domésticos, que a mediados de septiembre mostraban incrementos sustanciales en sus cotizaciones. Además, en el contexto de elevada volatilidad de los mercados observada a finales de julio, la CNMV prohibió con efectos de 23 de julio aquellas operaciones susceptibles de crear o aumentar las posiciones cortas netas sobre las acciones cotizadas españolas³. El Ibex 35, tras registrar descensos del 6,5% y del 11,3% durante el primer y el segundo trimestre de 2012, repuntó un 14,8% durante el tercero, como consecuencia de su fuerte revalorización desde principios de septiembre. No obstante, el índice bursátil de referencia nacional permanece un 4,8% por debajo de los niveles de cierre de 2011. Cabe señalar el registro de un nuevo mínimo de este índice en julio, que suponía el retorno a valores de marzo de 2003.

... mientras que el resto de los índices nacionales ha mostrado un comportamiento más heterogéneo.

La evolución de las empresas de pequeña capitalización estuvo en línea con la del Ibex 35, si bien experimentó un mayor retroceso durante el primer semestre (del 27,6%) y un aumento algo menos pronunciado durante el tercer trimestre, del 12,1%. En consecuencia, el retroceso de este índice alcanzó el 18,8% en los tres primeros trimestres del año. Por el contrario, la evolución positiva durante el primer y el tercer trimestre del resto de los principales índices (empresas de mediana capitalización y empresas latinoamericanas que cotizan en las plataformas bursátiles domésticas) mitigó el descenso de sus cotizaciones durante el segundo trimestre, permitiendo la revalorización de algunos de ellos en el periodo transcurrido de 2012. De este modo, el Ibex Medium Cap aumentó un 5,3% y el FTSE Latibex Top se incrementó un 3%, mientras que el índice FTSE Latibex All-Share descendió un 1,3% en los tres primeros trimestres.

Se observaron notables revalorizaciones en todos los sectores contemplados a lo largo del tercer trimestre del año, que, en general, no pudieron compensar las pérdidas del primer semestre.

El desglose por sectores revela que la revalorización observada en el tercer trimestre fue generalizada, tras las pérdidas acumuladas en la mayoría de ellos durante el primer semestre. Así, el sector inmobiliario lideró el incremento de las cotizaciones en el tercer trimestre (del 39,6%, después de un retroceso del 38,6% en el primer semestre, por lo que el recorte en el periodo acumulado del año se situó en el 14,3%), seguido del sector de seguros (35,1%, tras caer un 30,4% en el primer semestre, situándose el descenso acumulado en 2012 en el 6%), petróleo y gas (27,8%, después del descenso del 44,2% del primer semestre, con lo que la caída acumulada en el año alcanzó el 28,7%) y el sector bancario (23,2%, tras un retroceso del 19,4% en el primer semestre, con lo que apenas experimentó variación respecto a 2011). El resto de los sectores registró apreciaciones en sus cotizaciones más moderadas durante el tercer trimestre, desde el 4,7% del sector de consumo básico hasta el 16% del sector de salud. Este último sector y el sector de consumo discrecional se caracterizaron por ser los únicos que registraron una evolución positiva durante todos los trimestres transcurridos de 2012, con aumentos del 60% y del 35,1%, respectivamente, en el

3 Esta medida se asemeja a la adoptada por esta institución el 11 de agosto de 2011 y que fue levantada el 16 de febrero de 2012. Las diferencias con la anterior prohibición son fundamentalmente tres. Por un lado, dada la situación específica de mayor vulnerabilidad del sistema financiero español, la nueva prohibición fue adoptada por un menor número de países (únicamente España e Italia). Por otro lado, el periodo de vigencia inicial de la nueva prohibición es de tres meses, frente a los quince días de la anterior, si bien en ambos casos se acordó la opción de una prórroga en caso de necesidad. Finalmente, la primera prohibición afectaba únicamente a entidades de carácter financiero, mientras que la nueva prohibición no establece distinción. Véase <http://cnmv.es/Portal/AIDia/Comunicaciones.aspx>

conjunto de dicho periodo. En sentido contrario, el sector químico experimentó la peor evolución en el transcurso del ejercicio, con una caída del 53,8%, tras descender un 59,5% en el primer semestre y repuntar un 14% en el tercer trimestre.

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

CUADRO 6

Índices	2008	2009	2010	2011	I-12 ¹	II-12 ¹	III-12 (hasta el 15 de septiembre)		
							% s/trim. ant.	% s/dic.	% inter-anual
Ibex 35	-39,4	29,8	-17,4	-13,1	-6,5	-11,3	14,8	-4,8	1,4
Madrid	-40,6	27,2	-19,2	-14,6	-5,9	-11,0	14,6	-4,0	1,5
Ibex Medium Cap	-46,5	13,8	-5,6	-20,7	8,0	-10,0	5,3	2,4	1,8
Ibex Small Cap	-57,3	17,6	-18,3	-25,1	-10,3	-19,3	12,1	-18,8	-26,7
FTSE Latibex All-Share	-51,8	97,2	9,0	-23,3	5,7	-11,7	5,7	-1,3	-0,2
FTSE Latibex Top	-44,7	79,3	9,7	-17,1	10,1	-7,7	1,4	3,0	8,7
Sectores²									
Petróleo y gas	-30,8	-20,1	0,3	23,2	-20,7	-29,6	27,8	-28,7	-13,6
Químicas	-67,8	3,4	-60,0	-15,7	-31,1	-41,2	14,0	-53,8	-64,1
Materiales básicos	-45,4	23,1	-5,6	-22,5	2,5	-11,3	12,2	2,0	2,4
Construcción y materiales de construcción	-51,0	25,5	-14,4	-13,0	-12,1	-11,7	12,0	-13,1	-12,8
Bienes industriales y servicios	-41,9	29,3	-1,9	-7,6	6,0	-3,0	6,7	9,7	15,2
Salud	-45,0	17,7	-22,2	-0,8	21,4	13,6	16,0	60,0	58,7
Utilities	-31,0	-7,8	-14,3	-13,8	-6,6	-9,7	10,3	-7,0	-5,2
Bancos	-47,9	46,3	-32,3	-18,3	-9,0	-11,4	23,2	-0,7	11,1
Seguros	-25,0	19,8	-26,8	13,8	-0,4	-30,2	35,1	-6,0	2,2
Inmobiliaria	-58,6	-43,8	-53,2	-42,4	-19,3	-24,0	39,6	-14,3	-23,2
Servicios financieros	-44,3	20,8	12,8	3,5	0,3	-17,4	11,3	-7,7	-8,4
Telecomunicaciones y medios de comunicación	-31,4	23,5	-13,4	-22,7	-7,5	-13,7	11,4	-11,1	-12,3
Consumo discrecional	-39,2	37,0	20,6	1,4	12,0	9,5	10,1	35,1	38,0
Consumo básico	-22,5	-8,4	15,8	-12,1	4,3	-4,6	4,7	4,2	18,7

Fuente: Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

2 Clasificación obtenida en Thomson Datastream.

La ratio entre el precio y los beneficios por acción⁴ (PER) del Ibex 35 repuntó fuertemente en el tercer trimestre de 2012, desde 8,6 hasta 10,6, por lo que se situó por encima de los valores de finales del primer trimestre (9,7) y de 2011 (9,2). Este aumento fue uno de los más elevados entre las bolsas de referencia de las economías avanzadas, mitigando el retroceso del segundo trimestre, que fue generalizado entre el resto de las principales bolsas.

La ratio PER del Ibex 35 repuntó de forma notable en el tercer trimestre hasta superar valores de 10...

El *earnings yield gap*, que aproxima la prima de riesgo de los activos de renta variable sobre la deuda pública a largo plazo, descendió notablemente en el tercer tri-

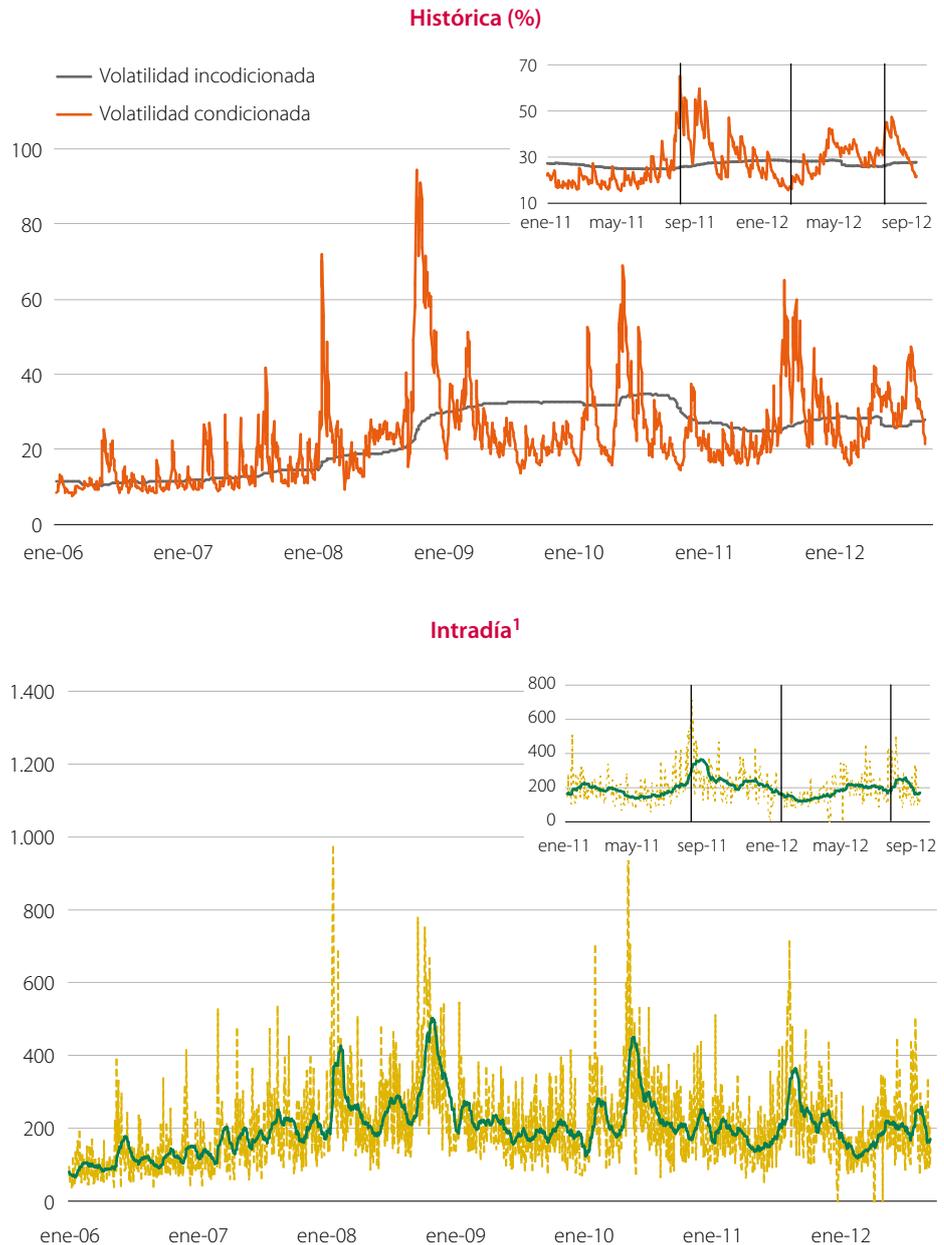
...mientras que el earnings yield gap tendió a la baja.

4 Según los beneficios previstos a un año.

mestre, principalmente en el mes de agosto, tras permanecer relativamente estable durante el primer semestre del año. La intensa reducción de la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo desde finales de julio evitó una caída mayor de este indicador. Así, el *earnings yield gap* se mantenía en el 3,7% a mediados de septiembre, por debajo del 5,5% de finales de 2011 y cercano al promedio histórico desde 1999, del 3,2%.

Volatilidad del Ibx 35

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 15 de septiembre. Las líneas verticales del gráfico ampliado hacen referencia, respectivamente, a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012 y a la reciente prohibición el 23 de julio de 2012.

¹ Se ofrece la diferencia entre las cotizaciones máxima y mínima del Ibx 35 en cada sesión y la media móvil mensual.

La volatilidad del Ibex 35, que se había moderado de forma notable durante los meses de mayo y junio después del episodio de turbulencias de abril, volvió a repuntar con intensidad durante el mes de julio hasta niveles cercanos al 50%. Las condiciones de extrema volatilidad en el mercado propiciaron, como se comentó anteriormente, que la CNMV decidiera el 23 de julio prohibir nuevamente la operativa sustentada en ventas a corto de acciones cotizadas españolas por un periodo inicial de hasta tres meses. Esta medida, junto con el anuncio del BCE de su disposición a comprar deuda soberana europea de los países que pidieran formalmente asistencia financiera a la Unión Europea, permitió una reducción notable de la volatilidad del mercado de renta variable español, que a mediados de septiembre se situaba en niveles cercanos al 20%.

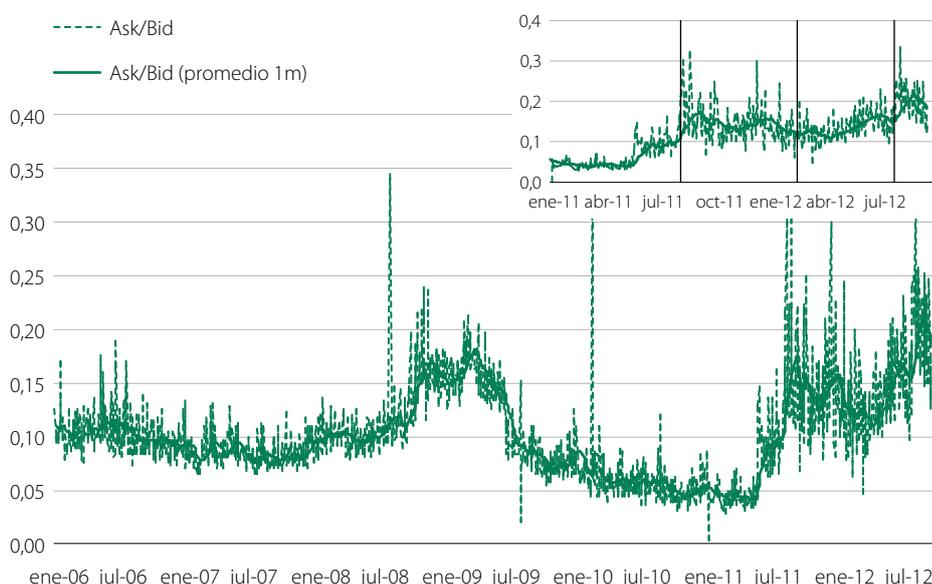
La volatilidad del mercado, que alcanzó máximos del año cercanos al 50% a finales de julio, descendía hasta niveles del 20% a mediados de septiembre.

Las condiciones de liquidez del Ibex 35, medidas por el *spread bid-ask*, que venían mostrando un cierto deterioro desde mediados de abril, prolongaron esta tendencia en el tercer trimestre tras la prohibición cautelar de la CNMV de crear o aumentar posiciones cortas netas sobre acciones cotizadas españolas. No obstante, se registró una ligera mejoría desde principios de septiembre. Así, este indicador se situó en el 0,18% a mediados de septiembre, desde el 0,21% registrado a finales de agosto, valor máximo de la serie histórica disponible desde 2003, pero aún por encima del valor promedio de la misma (0,10%) y de los niveles de finales de 2011 (0,16%).

La liquidez del mercado se ha deteriorado prácticamente a lo largo de todo el año...

Liquidez del Ibex 35. Spread bid-ask (%)

GRÁFICO 10



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre. Las líneas verticales del gráfico ampliado hacen referencia, respectivamente, a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012 y a la reciente prohibición el 23 de julio de 2012.

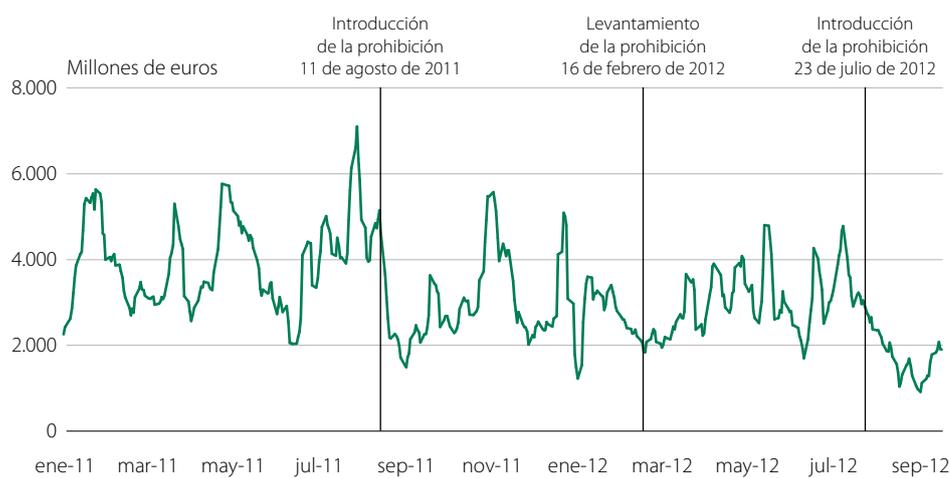
La contratación del mercado bursátil nacional disminuyó un 27,1% interanual en el periodo acumulado del año hasta septiembre, hasta los 499.150 millones de euros, profundizándose la senda bajista iniciada a finales de 2010. La contratación media diaria alcanzó los 2.245 millones de euros en el tercer trimestre, cifra inferior a la contabilizada en el primer semestre (de 2.964 millones) y al volumen promedio

...mientras que los volúmenes de contratación, con una tendencia algo irregular, son notablemente inferiores a los de 2011.

contratado en el conjunto de 2011 (3.616 millones)⁵. El descenso de la contratación en el tercer trimestre habría estado condicionado parcialmente por la introducción de la prohibición relacionada con la operativa de las ventas en corto. Como se observa en el gráfico 11, después de la activación de esta medida en agosto de 2011 y julio de 2012 los volúmenes de contratación en el mercado tendieron a contraerse durante un intervalo de tiempo aproximado de entre veinte y treinta sesiones hábiles, tras el cual revirtieron su tendencia.

Contratación diaria del mercado bursátil español¹

GRÁFICO 11



Fuente: CNMV.

1 Media móvil de cinco sesiones hábiles.

Las emisiones de renta variable en lo que va de 2012 se situaron en 13.833 millones de euros, un 3,7% menos que en 2011.

En los tres primeros trimestres de 2012, las emisiones de renta variable en los mercados domésticos se mantuvieron en línea con las efectuadas en el mismo periodo del año anterior, apenas un 3,7% inferiores en términos interanuales, situándose en los 13.833 millones de euros (véase cuadro 8). Si en el ejercicio anterior una parte importante de los fondos captados tuvo su origen en las operaciones de suscripción de valores relacionadas con las salidas a bolsa de algunas cajas de ahorro, durante el año en curso procedieron principalmente de operaciones de conversión en acciones ordinarias de instrumentos híbridos emitidos con anterioridad por las entidades financieras (bonos obligatoriamente convertibles, participaciones preferentes y otro tipo de deuda subordinada) con el objetivo de reforzar su capital regulatorio.

⁵ La contratación media diaria en los años 2008, 2009 y 2010 fue de 4.895 millones, 3.489 millones y 4.052 millones de euros, respectivamente.

Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 7

Importes en millones de euros

	2008	2009	2010	2011	I-12	II-12	III-12 ¹
Total bolsas	1.243.387	886.135	1.037.284	925.667	176.948	198.709	123.493
Mercado continuo	1.235.330	880.544	1.032.447	920.879	175.640	197.536	122.604
Corros	207	73	165	48	17	7	7
de los que SICAV ²	25	20	8	6	0	0	0
MAB ³	7.060	5.080	4.148	4.380	1.218	1.104	806
Segundo mercado	32	3	3	2	0	0	0
Latibex	758	435	521	358	73	62	76
Pro memoria: contratación de no residentes (% s/total bolsas)							
	66,0	64,5	75,5	81,5	73,9	n.d.	n.d.

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados desde el 1 de julio hasta el 15 de septiembre.

2 Sociedades de inversión de carácter financiero.

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

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

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta¹

CUADRO 8

	2008	2009	2010	2011	I-12	II-12	III-12 ²
IMPORTES EFECTIVOS³ (millones de euros)	16.349	11.391	16.013	17.317	3.374	5.409	5.049
Ampliaciones de capital	16.340	11.389	15.407	17.221	3.374	5.359	5.049
De ellas, mediante OPS	292	17	959	6.441	881	1.580	118
Tramo nacional	292	15	62	6.032	881	1.580	118
Tramo internacional	0	2	897	410	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	10	2	606	96	0	51	0
Tramo nacional	10	2	79	95	0	51	0
Tramo internacional	0	0	527	1	0	0	0
NÚMERO DE EXPEDIENTES⁴	54	53	69	92	24	26	23
Ampliaciones de capital	53	53	67	91	24	25	23
De ellas, mediante OPS	2	2	12	8	5	1	1
De ellas, liberadas	1	11	15	22	2	6	8
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	1	3	2	0	1	0

Fuente: CNMV.

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

2 Datos disponibles hasta el 15 de septiembre de 2012.

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

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

La normativa comunitaria en materia de folletos de ofertas de venta o suscripción de valores y de folletos de admisión a negociación ha sido objeto de modificaciones recientes cuyo propósito es, en términos generales, facilitar la captación de recursos en los mercados de capital a los pequeños y medianos emisores mediante una flexibilización de los requisitos del registro obligatorio de folletos. Así ha ocurrido, en particular, con la Directiva 2003/71/CE (Directiva de Folletos), que ha sido modificada por la Directiva 2010/73/UE del Parlamento y del Consejo, y con el Reglamento (CE) 809/2004 sobre folletos informativos, modificado en diversos aspectos mediante el Reglamento delegado (UE) 486/2012, de la Comisión Europea, de 30 de marzo de 2012.

Las modificaciones introducidas en la Directiva de Folletos por la Directiva 2010/73/UE han sido traspuestas, hasta ahora solo parcialmente, al derecho español mediante el Real Decreto-Ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, que, en su disposición final tercera, introduce cambios en los artículos 27, 28 y 30 bis de la Ley del Mercado de Valores. En concreto, los cambios más significativos introducidos en la trasposición son los siguientes:

- Se eleva el valor nominal mínimo y el importe mínimo de suscripción de los valores que exime del requisito de folleto informativo. El valor nominal que debe tener un valor (o el importe máximo que debe pagar por él un inversor) para que su oferta pública no requiera folleto se incrementa de 50.000 a 100.000 euros.
- Se flexibilizan los requisitos para las ofertas de alcance reducido. El umbral que determina la obligatoriedad del folleto informativo se incrementa de 2.500.000 a cinco millones de euros (importe total de la oferta). En cuanto a la excepción por número reducido de destinatarios de la oferta, el número mínimo de posibles inversores que determina la obligatoriedad del folleto pasa de 100 personas a 150.
- Se exige que el resumen del folleto contenga la denominada «información fundamental», que se define en el artículo 27 de la Ley del Mercado de Valores.

Además de los cambios en la Ley del Mercado de Valores, la trasposición de la reforma de la Directiva de Folletos requerirá también la modificación del Real Decreto 1310/2005 sobre admisión de valores en mercados secundarios oficiales y ofertas públicas de venta o suscripción, que desarrolla los preceptos de la LMV en esta materia. La futura modificación del Real Decreto completará la trasposición y desarrollará los cambios parciales ya introducidos en la LMV. En particular, incluirá, entre otras, las siguientes novedades:

- La unificación del concepto de inversor cualificado con el concepto de inversor profesional de la Directiva de Mercados en Instrumentos Financieros (MiFID).

- La posibilidad de que los intermediarios financieros hagan ofertas públicas de venta sucesivas de un valor previamente colocado en el mercado primario sin necesidad de un nuevo folleto, siempre que el emisor consienta que su folleto se utilice para dichas ofertas públicas sucesivas.
- Una mayor flexibilidad para la aplicación de ciertas excepciones de folleto: se aumenta el umbral de las ofertas de volumen reducido de valores *plain vanilla* de entidades de crédito que no requieren folleto (de 50 millones de euros se pasa a 75 millones) y se elimina la obligación de elaborar un folleto para cualquier oferta de valores a empleados realizada por compañías residentes en la Unión Europea (con independencia de que dichos valores estén o no admitidos a negociación en un mercado regulado).

En cuanto a la reforma del Reglamento de Folletos, los cambios introducidos por el Reglamento delegado de la Comisión Europea 486/2012, de 30 de marzo de 2012, de aplicación directa al derecho nacional, están en vigor desde el 1 de julio de 2012. Entre las principales modificaciones introducidas en el Reglamento destacan las siguientes:

- Modelo simplificado de folleto para ciertas operaciones. En concreto, se reducen los requisitos de información para ampliaciones de capital de sociedades cuyas acciones ya coticen en mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación (siempre que no se excluya el derecho de suscripción preferente), captaciones de fondos y admisiones de pymes y de sociedades de reducida capitalización.
- Resumen del folleto y condiciones finales. Se establecen modelos armonizados del resumen del folleto, imponiendo un orden obligatorio de las informaciones que deben incluir. Respecto a las condiciones finales que complementan a los folletos de base, se simplifica su contenido, restringiendo las informaciones que pueden incluirse en las mismas, y se exige que el resumen de cada operación combine la información del resumen del folleto de base que sea relevante solo para dicha operación individual con las partes relevantes de las condiciones finales.

Finalmente, cabe señalar que la reforma de la normativa comunitaria sobre folletos tendrá continuidad próximamente con la aprobación de un nuevo reglamento que, entre otros aspectos, regulará la forma en que los emisores podrán emitir su consentimiento para que los intermediarios financieros coloquen sus valores sin necesidad de un nuevo folleto informativo y flexibilizará el requisito de un informe de auditor sobre estimaciones de resultados.

3.2 Los mercados de renta fija

Desde finales del primer trimestre de 2012 hasta los últimos días del mes de julio, las rentabilidades de la deuda pública y privada registraron una marcada senda ascendente, hasta situarse en máximos históricos desde la creación del euro, sobre todo en los plazos largos. Esta tendencia se revirtió desde finales de julio, como conse-

Las tensiones en los mercados de deuda domésticos fueron muy intensas hasta los últimos días de julio...

cuencia del anuncio del BCE de una nueva intervención en los mercados de deuda soberana en el marco de su mandato. La publicación de los detalles de esta intervención a principios de septiembre⁶ intensificó la desaceleración mostrada desde finales de julio en los tipos de interés de la deuda pública española, especialmente, en los plazos inferiores a cinco años y superiores al año, que experimentaron descensos acusados y, en menor medida, contribuyó a reducir los tipos de interés de la deuda emitida por el sector privado.

...y tendieron a reducirse posteriormente como consecuencia del anuncio del BCE de su intención de intervenir en los mercados de deuda soberana bajo determinadas condiciones.

De este modo, los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública a mediados de septiembre se situaban en el 0,6%, el 1,8% y el 2,5% en los plazos de tres, seis y doce meses, respectivamente, con descensos de entre 59 p.b. y 159 p.b. con respecto a junio (véase cuadro 9). La reducción del tipo de interés fue más intensa en el caso de las letras con vencimiento superior al año, si bien los tipos se mantenían por encima de los niveles de marzo (en promedio, 86 p.b. por encima de aquel mes).

Tipos de interés a corto plazo¹ (%)

CUADRO 9

	dic-09	dic-10	dic-11	mar-12	jun-12	sep-12 ³
Letras del Tesoro						
3 meses	0,41	1,60	2,20	0,38	1,20	0,61
6 meses	0,65	2,71	3,47	0,64	2,53	1,81
12 meses	0,88	3,09	3,27	1,33	4,09	2,50
Pagarés de empresa²						
3 meses	0,76	1,37	2,74	2,49	2,69	2,80
6 meses	1,25	2,52	3,52	3,21	3,40	3,44
12 meses	1,63	3,04	3,77	3,55	3,64	3,58

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

3 Datos a 15 de septiembre.

La rentabilidad de la deuda pública española superó el 7,5% en los momentos de mayor incertidumbre, pero cedió hasta niveles del 6% en septiembre...

Las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo registraban a finales de julio máximos históricos desde la creación del euro, con tipos que oscilaban entre el 7,2% del plazo a tres años y el 7,5% del plazo a diez años. Desde aquella fecha, se ha producido una reversión ostensible en los mismos, especialmente en los plazos hasta cinco años (175 p.b. en el plazo a tres años, hasta el 3,9%, y 141 p.b. en el de cinco años, hasta el 4,9%) y, en menor medida, en el plazo de diez años (79 p.b., hasta el 6%). Como en el caso de los tipos a corto plazo, a pesar de la notable disminución de las rentabilidades en agosto y septiembre, sus niveles continuaban siendo superiores a los de marzo (100 p.b. en promedio).

6 Dicha intervención, denominada *outright monetary transaction* (OMT), se materializa en un nuevo programa de compras de deuda soberana en el mercado secundario con vencimiento en el tramo corto de la curva (entre uno y tres años), que exige previamente la petición de asistencia financiera por parte del Gobierno para el conjunto del país a los mecanismos europeos habilitados a tal efecto (actualmente, el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera –FEEF–, y a partir de 2013, el Mecanismo Europeo de Estabilidad –MEDE) bajo la condición estricta de futuras reformas. Véase http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html

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

CUADRO 10

	dic-09	dic-10	dic-11	mar-12	jun-12	sep-12 ²
Renta fija pública						
3 años	1,95	3,87	4,01	2,76	5,39	3,86
5 años	2,67	4,65	4,65	3,83	6,07	4,88
10 años	3,75	5,38	5,50	5,17	6,59	6,01
Renta fija privada						
3 años	3,14	4,31	5,63	3,77	5,82	5,49
5 años	4,30	5,44	6,35	4,86	6,79	6,67
10 años	4,88	6,42	9,24	8,14	9,43	9,52

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos a 15 de septiembre.

Como resultado de esta evolución en los tipos de interés, la prima de riesgo soberano aproximada por el CDS del bono español a cinco años, que había alcanzado máximos cercanos a los 640 p.b. a finales de julio, descendió desde entonces, con mayor intensidad en septiembre, hasta situarse en los 340 p.b. a mediados de dicho mes (véase gráfico 12). De forma paralela, el diferencial de tipos de interés entre el bono español de deuda pública a diez años y el bono alemán pasó de valores cercanos a los 635 p.b. a finales de julio hasta los 412 p.b. en septiembre.

Por su parte, las rentabilidades de la deuda del sector privado a corto plazo, reflejadas en los pagarés de empresa, continuaron la tendencia ascendente iniciada en marzo, si bien con un repunte mucho más moderado que en el caso de las letras del Tesoro, de 19 p.b., situándose, dependiendo del tramo corto de la curva, entre el 2,8% y el 3,6% en septiembre (véase cuadro 10). Por el contrario, las rentabilidades de la deuda privada a largo plazo aumentaron con mayor fuerza durante el segundo trimestre y se beneficiaron indirectamente del anuncio y la publicación del nuevo plan de acción del BCE durante el tercer trimestre, si bien en mucha menor medida que los tipos de la deuda pública, en los plazos inferiores a los cinco años (en más de 30 p.b. en el plazo de tres años, hasta el 5,5% y por encima de 10 p.b. en el de cinco años, hasta el 6,7%). Sin embargo, el tipo a diez años de la renta fija privada prosiguió su aumento durante el tercer trimestre y se situó en el 9,5% en septiembre.

Las primas de riesgo de crédito del sector privado, financiero y no financiero, que mostraron un fuerte repunte desde finales del primer trimestre del año, comenzaron a descender en los últimos días del mes de julio, con particular intensidad desde principios de septiembre (véase gráfico 12). La prima de riesgo de las sociedades no financieras registraba valores históricos máximos a finales de junio, por encima de 510 p.b., aunque permanecía notablemente por debajo de los 710 p.b. de las entidades financieras. La evolución de la prima de riesgo de estas últimas se vio profundamente afectada por el incremento del efecto de retroalimentación entre los riesgos financiero y soberano tras la petición de asistencia financiera por el Gobierno español para las entidades de crédito domésticas. Los niveles alcanzados por la prima de riesgo de estas entidades a finales de julio fueron cercanos a los máximos históricos de noviembre de 2011, antes de la primera operación especial de financiación a tres años del BCE. A mediados de septiembre de 2012, la prima de riesgo de crédito de las entidades financieras se situaba en 510 p.b., frente a los 525 p.b. de finales de marzo, mientras que la de las sociedades no financieras disminuía por debajo de 290 p.b., frente al entorno de los 270 p.b. a finales de marzo.

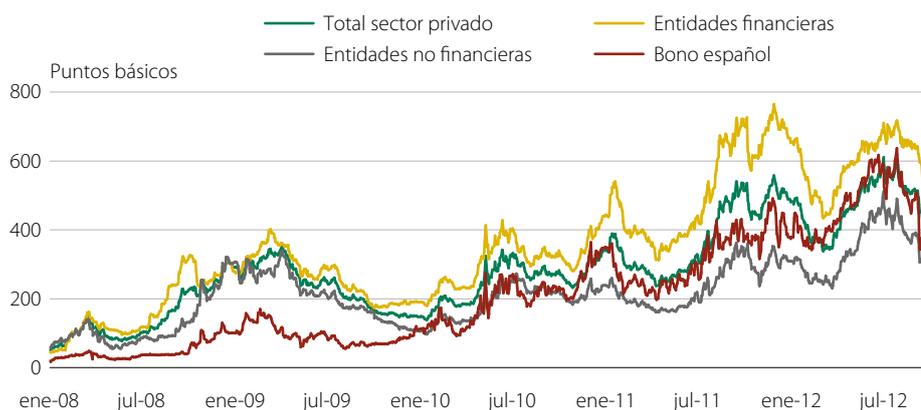
... dando lugar a un incremento sustancial de la prima de riesgo española que, no obstante, se reducía sensiblemente en septiembre.

Las rentabilidades de la deuda privada mostraron una evolución similar a las de la deuda pública, aunque con oscilaciones menores.

Las primas de riesgo del sector privado crecieron hasta máximos del año en los meses centrales del año, en línea con el incremento del riesgo soberano, y después disminuyeron con cierta intensidad.

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

GRÁFICO 12



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Media simple. Datos hasta el 15 de septiembre.

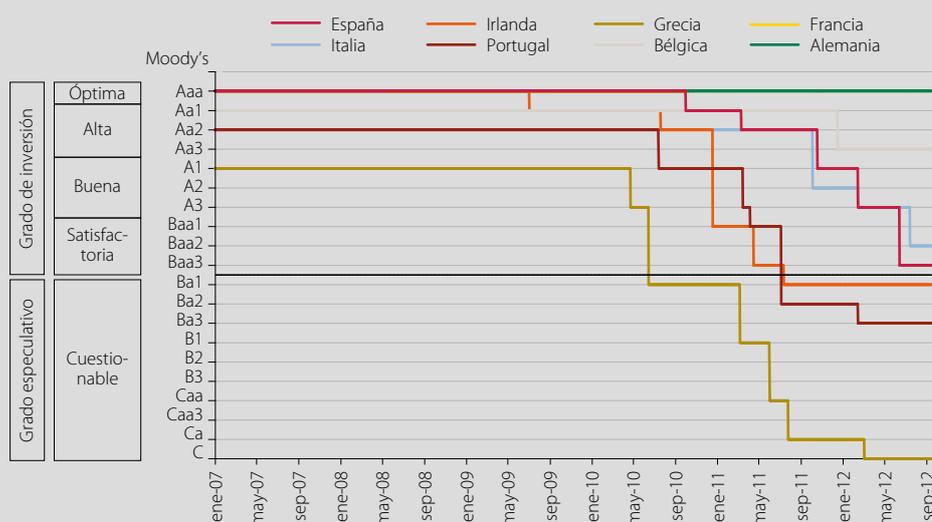
El impacto de los descensos en la calificación crediticia de la deuda soberana: efectos «cascada»

RECUADRO 5

Desde finales de 2010 la calificación crediticia del Reino de España, que se situaba en el nivel de máxima calidad (AAA o Aaa, dependiendo de la agencia de calificación), ha sido rebajada en varias ocasiones, hasta alcanzar actualmente los niveles más reducidos del grado de inversión (*investment grade*). Como se aprecia en el gráfico R5.1, este fenómeno se ha producido también, incluso con mayor intensidad, en otras economías de la zona del euro.

Evolución de los ratings soberanos en Europa

GRÁFICO R5.1



Fuente: Bloomberg. Calificación crediticia de Moody's sobre la deuda soberana a largo plazo en moneda local.

La transmisión del riesgo de crédito entre el sector público de la economía y el sector privado, fundamentalmente el sector financiero, es un fenómeno que ha

cochado una intensidad notable desde que comenzó la crisis, si bien la intensidad relativa, e incluso la dirección del contagio entre esos sectores, han variado a largo de los últimos años. En general, en el contexto internacional, al inicio de la crisis, era el sector financiero el que originaba el contagio de riesgo de crédito al resto de los sectores de la economía, mientras que en años recientes ha sido el sector público, particularmente en Europa, la principal fuente de contagio. Los canales de transmisión y retroalimentación entre el riesgo de crédito del sector público y el financiero son, fundamentalmente, los tres siguientes:

- (i) En primer lugar, el riesgo soberano se utiliza como base para el cálculo del riesgo financiero por parte de las agencias de calificación, es decir, se utiliza directamente como *input* para evaluar las calificaciones del resto de los sectores. De hecho, en términos generales, tras cada descenso de la calificación crediticia del Reino de España se han producido descensos en la calificación del resto de los emisores nacionales, sobre todo financieros^{1,2}.
- (ii) En segundo lugar, el deterioro de la calidad crediticia de la deuda soberana española tiene un impacto negativo directo sobre los activos de las entidades financieras que conforman su exposición al sector público (cartera de deuda y crédito a las AAPP). En particular, el deterioro del *rating* de la deuda soberana limita la capacidad de las entidades de crédito para obtener financiación del Eurosistema y de los mercados interbancarios mediante la aportación de estos instrumentos como colateral.
- (iii) Finalmente, el deterioro de la calidad crediticia del sector financiero, que en el caso español guarda relación con el incremento de la morosidad y del volumen de activos problemáticos, también puede afectar a la calidad crediticia del sector público si los agentes anticipan la posibilidad de que se produzca algún tipo de asistencia financiera (o garantía) desde el sector público a las entidades financieras domésticas.

Los efectos en «cascada» del descenso de la calificación crediticia de la deuda soberana española sobre la deuda del sector privado de la economía se pueden observar en el gráfico R5.2. En relación con la deuda a corto plazo, teniendo en cuenta las emisiones vivas a mediados de septiembre de 2012, el porcentaje de las mismas con máxima y alta calidad (véase nota a pie 2 del gráfico R5.2), que representaban más del 9% en septiembre de 2011, era inexistentes un año después. En los plazos largos, la importancia relativa de la deuda de mayor calidad crediticia también se redujo de forma notable. En particular, el porcentaje de deuda de máxima y de elevada calidad (AAA/Aaa y AA/Aa, respectivamente) pasó del 69% al 13% en conjunto, mientras que la de la deuda de buena calidad (A) y la de la deuda de menor calidad dentro del conjunto de deuda con grado de inversión se incrementó desde el 26% hasta el 80%. El porcentaje de deuda con *rating* inferior a BBB/Baa (es decir, con grado especulativo) o sin *rating* aumentó ligeramente (desde el 6% hasta el 10%). Por tipo de instrumento se observa que las rebajas de *rating* han sido más intensas en las cédulas hipotecarias y en los bonos de titulización.

El descenso de la calidad crediticia de las emisiones tiene consecuencias tanto para los emisores como para los inversores. Para los primeros, la más obvia es el

empeoramiento de su capacidad para financiarse en los mercados de capitales³. Para los segundos, el descenso brusco en los *ratings*, además de afectar a la valoración de sus carteras, puede dificultar el desarrollo de determinadas estrategias de inversión. En particular, en el ámbito de los inversores institucionales (fondos de inversión, banca de inversión, seguros y fondos de pensiones) es relativamente frecuente el hecho de que sus mandatos o políticas de inversión establezcan la obligatoriedad de invertir en instrumentos financieros con una calificación crediticia mínima. El descenso brusco de los *ratings* puede dar lugar a un cierre significativo de posiciones en los instrumentos que hayan perdido esta calificación mínima. De hecho, los datos más recientes publicados por el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) muestran un descenso notable de la exposición de la banca mundial a instrumentos de deuda emitidos por los países más afectados por la crisis de deuda europea⁴.

Distribución de las calificaciones de la deuda de las empresas españolas¹

GRÁFICO R5.2



Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg y CNMV.

1 Datos de saldos vivos de deuda cotizados en AIAF a 15 de septiembre de 2012.

2 Muy alta: A-1+, F1+ o P-1 de S&P, Fitch o Moody's respectivamente. Alta: A-1 o F1 de S&P o Fitch. Buena: A-2 y A-3, F2 y F3 o P-2 y P-3 de S&P, Fitch o Moody's. Resto: *ratings* inferiores o emisores sin *rating*.

3 Deuda a medio y largo plazo.

En el caso de los fondos de inversión españoles, la CNMV publicó el 20 de julio de 2012 una comunicación que hacía referencia a este problema. En concreto, se indicaba que las modificaciones en la política de inversión del fondo que tengan

por finalidad ajustar las calificaciones crediticias de los activos de la cartera de renta fija, siempre que se respete un nivel mínimo de solvencia (coincidente con la del Reino de España), se mantengan los demás criterios de selección de activos y no se desvirtúe la finalidad ni la vocación del fondo de inversión, no se considerarán como una modificación sustancial de la política de inversión y, por tanto, no conllevarán el otorgamiento del derecho de separación o información al que se refiere el artículo 14 del Reglamento de la Ley 35/2003 de IIC. Sin embargo, la IIC sí que estaría obligada a comunicar un hecho relevante, conforme a un modelo proporcionado por la CNMV, y a recoger la modificación en el folleto y en los datos fundamentales del inversor (DFI) o el folleto simplificado (FS) en la siguiente actualización que haya de producirse por otras causas.

- 1 Cabe señalar que en el conjunto de entidades financieras domésticas, únicamente una muestra una calificación crediticia más elevada que la del Reino de España como consecuencia de la diversificación de su balance y de sus fuentes de ingresos y también de su menor exposición a la deuda soberana española.
- 2 Este fenómeno en cascada también ocurre en el ámbito internacional. Por ejemplo, el 13 de febrero de 2012 Moody's rebajó la calificación crediticia de la deuda soberana de nueve economías europeas y tres días después redujo la calificación de 114 instituciones financieras.
- 3 Véase BCE (2012), «Assessing the financing conditions of the euro area private sector during the sovereign debt crisis», en *Monthly Bulletin* (agosto).
- 4 Véase BIS (2012), *Quarterly Review* (septiembre), disponible en: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1209.pdf

La relajación de los tipos de interés de la deuda privada, especialmente en los plazos de uno a cinco años, durante el tercer trimestre de 2012, favoreció la colocación de deuda corporativa en estos vencimientos por parte de las entidades españolas. No obstante, algunas de estas entidades han mantenido una actividad emisora escasa desde marzo, en parte como consecuencia de las dos operaciones especiales de financiación a tres años del BCE en diciembre de 2011 y febrero de 2012, que contribuyeron notablemente a reducir los costes de financiación del conjunto de la economía durante el primer y parte del segundo trimestre del año. La mayor parte de las emisiones durante el tercer trimestre se concentraron en cédulas hipotecarias y pagarés de empresa (45% y 44% del total, respectivamente).

En los tres primeros trimestres de 2012 (con datos hasta el 15 de septiembre), las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV ascendieron a 266.700 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 65% respecto al mismo periodo de 2011. Este comportamiento se debió al especial dinamismo en la emisión de pagarés, cédulas hipotecarias y bonos simples avalados por el Estado por parte de las instituciones financieras, que compensó la notable caída en la emisión de bonos de titulación.

Así, las emisiones de pagarés durante los tres primeros trimestres de 2012 superaron el importe emitido en el conjunto de 2011 situándose en 109.414 millones de euros, un 41% de las emisiones totales, 5 p.p. más que en 2011. Desde el último trimestre de 2011, las entidades financieras han utilizado de forma creciente su red de oficinas para la colocación de estos instrumentos.

Del mismo modo, las emisiones de cédulas hipotecarias en el periodo transcurrido de 2012 se situaron por encima de las registradas durante 2011 y alcanzaron los

La actividad emisora de las entidades españolas en 2012 se ha concentrado en pagarés, en cédulas hipotecarias y en instrumentos de deuda avalados por el Estado...

...dando lugar a un incremento del 65% en el volumen de emisión total, hasta los 267 mil millones de euros.

Los pagarés concentraron el 41% de la emisión total,...

...las cédulas hipotecarias el 31,4%...

83.850 millones de euros, suponiendo el 31,4% de las emisiones totales frente al 23,3% en 2011. Por su parte, las emisiones de cédulas respaldadas por préstamos a entes públicos, conocidas como cédulas territoriales, ascendieron a 8.974 millones de euros, un 3,4% del total emitido, frente a los 7.399 millones emitidos durante los tres primeros trimestres de 2011. La actividad emisora de estos últimos instrumentos durante el tercer trimestre fue muy débil en comparación con el mismo trimestre del año anterior, tendencia opuesta a la observada durante el primer semestre de 2012.

...y los bonos el 18,4%. De estos, casi el 87% era avalado por el Estado.

Las emisiones de bonos simples totalizaron 49.127 millones de euros en los tres primeros trimestres de 2012, un 18,4% de las emisiones totales y más del doble del volumen emitido en el conjunto de 2011 (20.192 millones). Esta evolución se debió principalmente a las emisiones de bonos avalados por el Estado, que concentraron el 86,8% de las emisiones totales de bonos simples, frente a los 7.363 millones emitidos en bonos con dicho aval en 2011. La mitad del importe emitido en bonos avalados por el Estado en el periodo transcurrido de 2012 se realizó en los días anteriores a la segunda operación especial de financiación a tres años del BCE, que tuvo lugar en el mes de febrero.

La emisión de bonos de titulización cayó un 72% en el año...

El importe emitido en bonos de titulización durante los nueve primeros meses del año fue de 12.615 millones de euros, un 72% inferior al volumen registrado en el mismo periodo de 2011. Cabe señalar que durante el segundo y el tercer trimestre de 2012 no se registró ninguna colocación entre inversores internacionales, en línea con la retención de la práctica totalidad de estos instrumentos por parte del originador o cedente doméstico.

...mientras que la emisión de instrumentos de renta fija relacionados con el capital regulatorio fue prácticamente nula.

Finalmente, en el ámbito de los instrumentos de renta fija relacionados con el capital regulatorio, no se registró ninguna emisión de bonos obligatoriamente convertibles en el tercer trimestre de 2012, frente a cierto dinamismo en su actividad emisora durante el primer semestre del año. Del mismo modo, no se registró ninguna emisión de participaciones preferentes en el transcurso de 2012.

Las emisiones de deuda en el exterior por parte de entidades españolas disminuyeron un 44% en los siete primeros meses del año.

Por su parte, las emisiones de renta fija en el exterior por parte de las entidades domésticas hasta julio (último dato disponible) se situaron por debajo de 49.800 millones de euros, un 44% menos que en el mismo periodo de 2011. La actividad emisora durante el mes de julio fue muy reducida y se circunscribió a los pagarés (véase cuadro 11). No obstante, en el conjunto de los siete primeros meses del año, las emisiones a largo plazo continuaron suponiendo la mayor parte de las emisiones totales en el exterior (el 54%, frente al 43% hace un año).

registradas ¹ en la CNMV	2008	2009	2010	2011	2012		
					I	II	III ²
Número de EMISIONES	337	512	349	356	117	99	44
Cédulas hipotecarias	47	75	88	115	27	22	22
Cédulas territoriales	8	1	9	42	8	8	2
Bonos y obligaciones no convertibles	76	244	154	87	48	50	14
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	6	3	9	1	4	0
Bonos de titulización	108	76	36	48	15	2	1
Programas de pagarés	88	73	59	53	18	13	5
De titulización	2	2	2	2	0	0	0
Resto de pagarés	86	71	57	51	18	13	5
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	9	37	0	2	0	0	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	476.276	387.476	226.449	288.992	119.537	91.425	54.535
Cédulas hipotecarias	14.300	35.574	34.378	67.227	26.000	33.350	24.500
Cédulas territoriales	1.820	500	5.900	22.334	3.200	4.100	1.674
Bonos y obligaciones no convertibles	10.490	62.249	24.356	20.192	31.305	15.231	2.591
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1.429	3.200	968	7.126	1.128	1.592	0
Bonos de titulización	135.253	81.651	63.261	68.413	9.195	1.535	1.884
Tramo nacional	132.730	77.289	62.743	62.796	7.810	1.535	1.884
Tramo internacional	2.522	4.362	518	5.617	1.385	0	0
Pagarés de empresa ³	311.738	191.342	97.586	103.501	48.708	35.617	23.886
De titulización	2.843	4.758	5.057	2.366	616	630	190
Resto de pagarés	308.895	186.583	92.529	101.135	48.092	34.987	23.696
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	1.246	12.960	0	200	0	0	0
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	12.950	20.989	9.154	29.277	2.772	1.788	267
Emisiones aseguradas	9.170	4.794	299	10	0	0	0
					2012		
en el exterior por emisores españoles	2008	2009	2010	2011	I	II	III⁴
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	112.366	149.686	127.731	120.043	37.524	10.094	2.223
A largo plazo	39.894	47.230	51.107	51.365	23.065	3.417	301
Participaciones preferentes	0	3.765	0	0	0	0	0
Obligaciones subordinadas	70	2.061	0	242	0	307	0
Bonos y obligaciones	39.360	41.404	50.807	51.123	23.065	3.110	301
Bonos de titulización	464	0	300	0	0	0	0
A corto plazo	72.472	102.456	76.624	68.677	14.458	6.678	1.922
Pagarés de empresa	72.472	102.456	76.624	68.677	14.458	6.678	1.922
De titulización de activos	425	108	248	322	0	27	0

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

2 Datos disponibles hasta el 15 de septiembre.

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

4 Datos correspondientes al mes de julio.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero⁷

El patrimonio de los fondos de inversión descendió un 5,5% en el primer semestre del año como consecuencia del mantenimiento de los reembolsos en estos productos de inversión.

El patrimonio de los fondos de inversión descendió un 5,5% en el primer semestre de 2012 hasta situarse en 125.100 millones de euros, prolongando la tendencia a la baja que ha mostrado casi ininterrumpidamente desde el inicio de la crisis (véase cuadro 13). Casi el 85% del descenso del patrimonio de los fondos de inversión tuvo su origen en el mantenimiento de los reembolsos netos efectuados por los partícipes, que superaron los seis mil millones de euros en este periodo de tiempo (véase cuadro 12). Como en trimestres anteriores, las salidas de recursos más cuantiosas se produjeron en las categorías de renta fija (2.714 millones de euros) y en los fondos garantizados de renta variable (1.606 millones de euros). La rentabilidad de estos productos fue positiva en el primer trimestre del año y negativa en el segundo, como consecuencia del incremento de las tensiones en los mercados financieros domésticos en los meses centrales del año.

Suscripciones netas de los FI

CUADRO 12

Millones de euros	2010	2011	2011			2012	
			II	III	IV	I	II
Total fondos de inversión	-25.580,8	-10.838,6	-4.094,9	-2.683,5	-3.287,2	-1.652,4	-4.412,2
Rta. fija ¹	-27.149,9	-10.428,5	-2.258,8	-1.229,8	-1.530,7	-727,0	-1.987,0
Rta. fija mixta ²	-1.417,0	-1.925,7	-374,8	-320,8	-449,6	-237,9	-264,5
Rta. vble. mixta ³	-90,0	-320,5	-100,7	-148,0	-74,8	-134,0	-131,5
Rta. vble. euro ⁴	-696,9	152,0	70,5	53,3	47,9	-151,5	12,5
Rta. vble. internacional ⁵	1.152,1	-816,9	-79,2	-520,7	-185,3	-13,9	-165,0
Gar. rta. fija	4.716,0	7.228,4	371,8	1.046,8	393,3	584,1	-540,7
Gar. rta. vble. ⁶	-2.500,1	-3.061,5	-1.095,3	-604,9	-565,2	-731,7	-874,6
Fondos globales	323,6	945,4	237,7	-59,2	-260,4	157,9	-73,5
De gestión pasiva ⁷	-790,3	-274,4	41,0	-104,0	-195,2	29,3	113,3
Retorno absoluto ⁷	871,7	-2.336,9	-907,1	-796,2	-467,2	-427,7	-501,2

Fuente: CNMV. Datos estimados.

- 1 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios (desde el tercer trimestre de 2011, los monetarios incluyen la vocación monetario y monetario a corto plazo, Circular 3/2011).
- 2 Incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.
- 3 Incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.
- 4 Incluye: Renta variable euro.
- 5 Incluye: Renta variable internacional.
- 6 Incluye: GRV y Garantía parcial.
- 7 Nuevas categorías desde II-09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.

De forma paralela se redujo el número de fondos...

El número de fondos de inversión también siguió descendiendo con cierta intensidad en el primer semestre de 2012. A finales de junio, había un total de 2.255 fondos registrados, 55 menos que a finales de 2011 (36 fondos garantizados de renta variable y 29 de renta fija menos). De nuevo, las fusiones entre fondos originaron la mayor parte de esta caída.

⁷ Las IIC de inversión libre y las IIC de IIC de inversión libre son IIC de carácter financiero, pero por sus características propias se describen en un subepígrafe específico para ellas.

Número	2009	2010	2011	2011		2012	
				III	IV	I	II
Total fondos de inversión	2.536	2.408	2.310	2.341	2.310	2.300	2.255
Rta. fija ¹	582	537	508	520	508	491	479
Rta. fija mixta ²	169	160	140	146	140	140	132
Rta. vble. mixta ³	165	138	128	130	128	130	122
Rta. vble. euro ⁴	182	172	148	153	148	143	135
Rta. vble. internacional ⁵	242	232	220	222	220	222	220
Gar. rta. fija	233	276	351	335	351	375	385
Gar. rta. vble. ⁶	561	499	420	436	420	404	384
Fondos globales	187	192	203	204	203	200	198
De gestión pasiva ⁷	69	61	59	59	59	64	75
Retorno absoluto ⁷	146	141	133	136	133	131	125
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	170.547,7	143.918,2	132.368,6	134.033,7	132.368,60	131.994,5	125.120,7
Rta. fija ¹	84.657,2	56.614,6	46.945,5	48.228,6	46.945,50	45.101,8	42.837,8
Rta. fija mixta ²	8.695,5	7.319,0	5.253,6	5.715,8	5.253,60	5.686,9	5.430,9
Rta. vble. mixta ³	3.879,6	3.470,5	2.906,1	2.897,5	2.906,10	3.234,2	3.040,3
Rta. vble. euro ⁴	6.321,6	5.356,8	4.829,2	4.610,8	4.829,20	4.815,6	4.516,5
Rta. vble. internacional ⁵	5.902,4	8.037,3	6.281,2	6.028,4	6.281,20	6.813,2	6.373,7
Gar. rta. fija	21.033,4	26.180,2	35.058,0	34.241,7	35.058,00	36.677,0	35.421,7
Gar. rta. vble. ⁶	25.665,8	22.046,5	18.014,5	18.699,9	18.014,50	17.408,5	15.943,0
Fondos globales	3.872,5	4.440,3	5.104,7	5.154,3	5.104,70	4.545,5	4.272,1
De gestión pasiva ⁷	3.216,6	2.104,8	1.986,2	2.060,0	1.986,20	2.053,9	2.190,9
Retorno absoluto ⁷	7.303,0	8.348,1	5.989,7	6.396,8	5.989,70	5.657,8	5.093,9
Participes							
Total fondos de inversión	5.475.403	5.160.888	4.834.062	4.942.074	4.834.062	4.759.241	4.634.762
Rta. fija ¹	2.041.487	1.622.664	1.383.813	1.419.006	1.383.813	1.362.441	1.326.494
Rta. fija mixta ²	290.151	270.341	206.938	227.046	206.938	204.653	195.137
Rta. vble. mixta ³	182.542	171.336	145.150	151.551	145.150	145.472	141.784
Rta. vble. euro ⁴	299.353	266.395	237.815	247.166	237.815	224.886	225.774
Rta. vble. internacional ⁵	458.097	501.138	448.539	465.814	448.539	442.753	432.816
Gar. rta. fija	570.963	790.081	1.042.658	1.019.905	1.042.658	1.071.544	1.070.002
Gar. rta. vble. ⁶	1.188.304	1.065.426	912.298	946.448	912.298	874.249	832.332
Fondos globales	88.337	105.719	127.336	130.519	127.336	113.396	105.966
De gestión pasiva ⁷	85.403	90.343	100.416	95.948	100.416	101.901	108.166
Retorno absoluto ⁷	270.766	277.445	229.099	238.671	229.099	217.946	196.291
Rentabilidad⁸ (%)							
Total fondos inversión	5,73	0,35	-0,08	-2,37	1,35	2,41	-1,75
Rta. fija ¹	1,91	0,11	1,56	0,01	0,58	1,51	-0,47
Rta. fija mixta ²	6,85	-0,54	-1,34	-3,47	1,2	2,30	-1,55
Rta. vble. mixta ³	16,47	-0,98	-5,64	-10,13	3,02	3,25	-2,90
Rta. vble. euro ⁴	32,41	-2,94	-11,71	-19,67	4,05	3,34	-6,34
Rta. vble. internacional ⁵	37,28	14,22	-10,83	-15,70	7,53	8,91	-3,63
Gar. rta. fija	3,81	-0,67	3,28	1,28	0,71	2,48	-2,32
Gar. rta. vble. ⁶	3,56	-1,79	0,14	-0,76	0,68	1,63	-2,43
Fondos globales	10,90	3,22	-4,64	-8,10	2,9	3,56	-1,23
De gestión pasiva ⁷	-	-2,36	-7,33	-13,94	4,11	1,97	-4,31
Retorno absoluto ⁷	-	1,53	-1,87	-2,71	0,93	1,68	-1,04

Fuente: CNMV. Con motivo de las modificaciones en la clasificación de las vocaciones de los fondos de inversión, que comenzaron el 1 de abril de 2009, se han producido algunos cambios en los agregados que se mostraban en este cuadro.

* Información de fondos que han remitido estados reservados (no incluye, por tanto, fondos en proceso de disolución o liquidación).

1 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios (desde el tercer trimestre de 2011, los monetarios incluyen la vocación monetario y monetario a corto plazo, Circular 3/2011).

2 Incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.

3 Incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.

4 Incluye: Renta variable euro.

5 Incluye: Renta variable internacional.

6 Incluye: GRV y Garantía parcial.

7 Nuevas categorías desde II-09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.

8 Rentabilidad anual para 2009, 2010 y 2011. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

... y de partícipes.

El número de partícipes en fondos de inversión se situó en 4.634.000 a mediados de año, lo que supone cerca de 200 mil partícipes menos que a finales de 2011. En línea con la evolución del patrimonio y del número de fondos, los mayores descensos en el número de partícipes a lo largo del primer semestre del año se produjeron en los fondos garantizados de renta variable (80 mil partícipes) y en los fondos de renta fija (57 mil partícipes). Únicamente los fondos garantizados de renta fija y, en menor medida, los fondos de gestión pasiva mostraron un aumento en el número de partícipes (27 mil y 7.700 respectivamente).

La contracción de la industria continuó en julio, si bien la rentabilidad de estos productos se comportó favorablemente.

Los datos preliminares correspondientes al mes de julio apuntan a una cierta continuidad en estas tendencias. El patrimonio de los fondos de inversión seguiría descendiendo como consecuencia de los reembolsos efectuados. La revalorización de la cartera de los fondos relacionada con los repuntes de los precios de los instrumentos de renta variable en el tercer trimestre del año tendería a amortiguar parcialmente el efecto de las salidas de recursos en estos productos.

Principales modificaciones del Reglamento de IIC

RECUADRO 6

Las novedades introducidas por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, que modifica el Reglamento por el que se desarrolla la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (RIIC) tienen origen en la transposición completa de la Directiva 2009/65/CE, denominada Directiva UCITS IV (cuya adaptación a la normativa española fue iniciada por la Ley 31/2011, de 4 de octubre) y de sus disposiciones de desarrollo¹. Las modificaciones más relevantes del Reglamento se exponen a continuación.

En relación a las SGIIC, se incorporan al derecho nacional los preceptos que aseguran el correcto funcionamiento del pasaporte europeo de la gestora, que permite que las gestoras españolas gestionen IIC domiciliadas en otros Estados Miembros y que IIC españolas sean gestionadas por sociedades de otros Estados Miembros. Las novedades, por tanto, van encaminadas a posibilitar dicha gestión transnacional y, al margen de algunas cuestiones técnicas, como la determinación de los elementos del acuerdo entre la gestora y el depositario, otro bloque de medidas tiene como objetivo homogeneizar los requisitos que deben cumplir las gestoras de los Estados Miembros para que estén sometidas a un régimen similar, en materia de gestión de riesgos, conflictos de interés, estructura organizativa y exigencia de recursos propios.

Por otra parte, el Reglamento finaliza la transposición de la Directiva 2009/65/CE, respecto a la notificación del pasaporte de IIC extranjeras, transponiendo también la Directiva 2010/44/UE (entre otros aspectos, en lo referente a la información que la CNMV debe poner a disposición del público en su página web relativa a la normativa no comprendida en el ámbito de aplicación de la Directiva y que afecta a la comercialización en España de IIC de otros Estados Miembros) e incluyendo una mención al cumplimiento con el Reglamento (UE) n.º 584/2010.

En el ámbito de las IIC principales y subordinadas, el Reglamento recoge las disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE y de la Directiva 2010/44/UE, que introducen como novedad fundamental la armonización de dichas estructu-

ras para permitir que la IIC principal y la IIC subordinada estén domiciliadas en diferentes Estados Miembros. Las principales modificaciones son:

- (i) Se define la figura de IIC principal, que no podrá ser ni un fondo ni una sociedad, y se introduce la obligación de que se identifique el carácter subordinado de una IIC en su reglamento o sus estatutos y, en el caso de IIC subordinadas, que se identifique, además, a su IIC principal.
- (ii) Se recoge un procedimiento específico de autorización de IIC subordinadas, de transformación de una IIC subordinada en IIC ordinaria y viceversa y de sustitución de la IIC principal, introduciendo, a su vez, nuevos documentos a presentar a la CNMV para obtener dicha autorización.
- (iii) Se modifica el porcentaje mínimo de inversión del patrimonio de la IIC subordinada en su IIC principal.
- (iv) Se modifican los activos en los que la IIC subordinada puede invertir la parte no invertida en su IIC principal.
- (v) Se describe el régimen de aplicación en caso de que la IIC principal se liquide, se fusione o se escinda y se recogen las diferentes alternativas que se ofrecen a las IIC subordinadas en estos casos.

Siguiendo un marco de actuación transnacional, las novedades más destacables introducidas por el nuevo Reglamento en lo relativo a fusiones de IIC son las siguientes:

- (i) La primera, y más importante, es la posibilidad de realizar fusiones transfronterizas entre los distintos Estados Miembros de la UE. La operación de fusión deberá ser autorizada por la autoridad competente del Estado Miembro de origen de la IIC absorbida, que centralizará toda la documentación y se encargará de informar a la autoridad competente del Estado Miembro de origen de la IIC beneficiaria (absorbente). Esta última solo tendrá que evaluar si la información que se va a proporcionar sobre la fusión a los partícipes y accionistas de la IIC beneficiaria (absorbente) es adecuada.
- (ii) Asimismo, cabe reseñar que el nuevo RIIC amplía el ámbito de aplicación de las directivas 65/2009 y 44/2010, estableciendo un régimen único de fusiones que se extiende a las fusiones entre IIC nacionales sin pasaporte comunitario e independientemente de su forma jurídica, ya sean fondos o sociedades.
- (iii) Otra de las novedades destacables del nuevo RIIC radica en el hecho de detallar de forma exhaustiva el contenido de la información que debe ser facilitada a los partícipes y accionistas una vez autorizada la fusión. Con ello se pretende que los inversores puedan formarse un juicio fundado sobre la incidencia de la fusión en sus inversiones y el ejercicio de sus derechos.
- (iv) Por último, se incluye una excepción a la normativa mercantil, al eliminarse la obligación de nombrar un experto independiente para que emita un informe sobre el proyecto de fusión cuando la IIC resultante sea un fondo de inversión.

Otro de los objetivos del nuevo Reglamento es reforzar la protección al inversor. En este sentido, la Directiva 2009/65/CE, que entró en vigor el 1 de julio de 2011, incluye como una de sus principales novedades la exigencia del documento con los datos fundamentales para el inversor (DFI), en sustitución del anterior folleto simplificado. El DFI supone la armonización, a nivel europeo, del documento que recoge aquellos datos fundamentales de las UCITS que un inversor necesita conocer para poder adoptar una decisión fundada sobre su inversión, presentado en un formato conciso y claro. Al objeto de adaptar la normativa a la Directiva 2009/65/EC, en octubre de 2011 se modificó el contenido de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (LIIC) mediante la Ley 31/2011, de 4 de octubre, que hizo extensiva la exigencia del DFI a todas las IIC españolas, tanto armonizadas como no armonizadas.

Por último, se aprovecha esta modificación del Reglamento de IIC para introducir una serie de mejoras técnicas y de flexibilización de trámites o procedimientos administrativos. Por el lado de las mejoras técnicas se aclaran, entre otros, los elementos diferenciadores de las clases de participaciones en los fondos de inversión, o el cómputo de los plazos de resolución de las autorizaciones, y se adapta la redacción de varios artículos a otras novedades normativas.

Por otro lado, se apuesta por una simplificación de los procedimientos, al objeto de agilizar la tramitación de los expedientes administrativos, sin que ello suponga una merma en la protección del inversor. En la disolución y liquidación de fondos de inversión se eliminan determinadas obligaciones de publicación en diarios, siendo sustituidas por un hecho relevante y, en su caso, la publicación en la web de su gestora. Asimismo, se habilita a la CNMV para que, de forma justificada, pueda eximir de la presentación de alguna documentación que por su escasa relevancia no aporte ninguna protección a los inversores. También se simplifican y racionalizan otras obligaciones de publicidad, como en el supuesto de sustitución de gestora o de cambio de control.

1 En particular, la Directiva 2010/44/UE de la Comisión, de 1 de julio de 2010, en lo que atañe a determinadas disposiciones relativas a las fusiones de fondos, las estructuras de tipo principal-subordinado y el procedimiento de notificación y la Directiva 2010/43/UE de la Comisión, de 1 de julio de 2010, en lo que se refiere a los requisitos de organización, los conflictos de intereses, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre depositarios y sociedades de gestión.

Las condiciones de liquidez de la cartera de renta fija privada de los fondos de inversión siguieron mejorando en el primer semestre del año.

Las condiciones de liquidez de los fondos de inversión en el ámbito de la cartera de renta fija privada continuaron mejorando a lo largo del primer semestre de 2012, tanto en términos absolutos como relativos. Así, como se observa en el cuadro 14, el volumen de activos de liquidez reducida pasó de 7.461 millones de euros en diciembre de 2011 a 6.448 millones de euros, lo que supone un descenso superior a los mil millones de euros. En términos relativos, el patrimonio de liquidez reducida de los fondos de inversión pasó de representar el 5,6% del patrimonio total de los fondos en diciembre de 2011 al 5,2% en junio de 2012. Cabe señalar el cambio sustancial de la composición de los activos de liquidez reducida, cuyo grueso se ha desplazado desde los instrumentos con mayor calificación crediticia (AAA/AA) hasta los instrumentos con calificación inferior a AA, como consecuencia del efecto de cascada que ha tenido la rebaja de la calificación de la deuda soberana española sobre la deuda del sector privado (véase recuadro 5 de este informe).

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s/total de la cartera		
	dic-11	mar-12	jun-12	dic-11	mar-12	jun-12
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	2.195	521	466	23%	31%	24%
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	3.448	5.268	4.443	18%	20%	19%
Renta fija no financiera	164	121	165	6%	4%	6%
Titulizaciones	1.654	1.488	1.374	52%	53%	50%
Titulización AAA	383	75	65	92%	95%	95%
Resto titulizaciones	1.271	1.413	1.309	46%	52%	49%
Total	7.461	7.398	6.448	21%	20%	19%
% sobre patrimonio FI	5,6	5,6	5,2			

Fuente: CNMV.

Propuesta de modificación de la Directiva 2009/65/EC sobre UCITS

RECUADRO 7

Con fecha 3 de julio de 2012, la Comisión Europea adoptó una nueva propuesta de modificación de la Directiva 2009/65/EC, que regula las normas que han de seguir las instituciones de inversión colectiva a efectos de poder gozar de un pasaporte comunitario y ser comercializadas en cualquier país de la Unión Europea. Las IIC reguladas por esta directiva reciben la denominación de «organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios» (*undertakings for collective investment in transferable securities*, UCITS).

La propuesta de la Comisión Europea pretende introducir cambios en la Directiva, fundamentalmente en tres aspectos: (i) regular de manera detallada las funciones asignadas al depositario de las UCITS y su régimen de responsabilidades, (ii) introducir normas sobre la política de remuneración de los empleados que prevengan la asunción de riesgos excesivos y (iii) armonizar las normas relativas a las sanciones administrativas que los supervisores pueden aplicar en caso de infracciones de la normativa.

La regulación referida al depositario existente en la actual Directiva sobre UCITS establece principios muy genéricos, lo que ha dado lugar a amplias diferencias en el régimen de responsabilidad de aquellos, como se puso de manifiesto, en particular, tras el fraude Madoff. Por este motivo, se propone regular de manera detallada las funciones del depositario, su régimen de responsabilidad y sus deberes en la selección de subcustodios. Principalmente, los cambios propuestos son los siguientes:

- Se debe designar mediante contrato escrito a un único depositario para cada UCITS, que podrá ser, bien una institución de crédito, bien una empresa de servicios de inversión (ESI) que cumpla los requisitos de capital de la Directiva 2006/49/EC y que preste el servicio de custodia y administración de instrumentos financieros.

- Respecto a la custodia, se diferencian dos tipos de activos: los activos sujetos a custodia en sentido estricto y otros tipos de activos sobre los que se debe verificar la propiedad y mantener actualizado un registro. El depositario será responsable de la pérdida de un activo bajo su custodia (en sentido estricto), excepto en el caso de que pueda probar que se ha debido a una causa externa fuera de control. Esta responsabilidad no se verá afectada por la delegación de funciones.
- El depositario podrá delegar la función de custodia si existe una razón objetiva y lleva a cabo un proceso de *due diligence* en la designación del subcustodio y un control posterior. Además, se establecen criterios de aptitud para ser subcustodio.
- Respecto a la función de supervisión de la actuación de la gestora, el depositario debe asegurarse de que el valor liquidativo de la institución está calculado correctamente y de que las suscripciones y reembolsos se han efectuado conforme a las normas nacionales. Por otro lado, deberá supervisar todos los movimientos de las cuentas de efectivo de una IIC. El depositario no podrá delegar en terceros estas funciones de supervisión.

Al igual que en otros ámbitos del sector financiero, se proponen políticas de remuneración en el ámbito de las IIC que eviten la toma de riesgos excesivos e inconsistentes con las políticas de inversión asumidas por estos vehículos. En este sentido se propone que las gestoras estén obligadas a establecer políticas de remuneración que sean consistentes y promuevan una gestión eficiente del riesgo. La política de remuneración se aplicará a todo el personal que desarrolle funciones que puedan tener un impacto en los perfiles de riesgo de las IIC o de la gestora. Asimismo, se deberá informar a los inversores, en el informe anual, sobre dichas políticas de remuneración.

Por último, a raíz del análisis realizado por la Comisión Europea sobre el régimen sancionador relativo a IIC existente en los distintos Estados Miembros, se han detectado ciertas divergencias y debilidades en los diferentes países. Por ello se proponen unos estándares mínimos de armonización de los regímenes sancionadores nacionales para asegurar que las sanciones sean efectivas, proporcionadas y disuasorias. Asimismo, se establece una lista común de infracciones y se detallan las posibles sanciones y medidas que las autoridades nacionales podrán aplicar.

IIC inmobiliarias

Las IIC inmobiliarias continúan su actividad en un entorno complejo...

Las IIC inmobiliarias continuaron operando en un entorno complejo. A mediados de 2012, el número total de fondos de inversión inmobiliaria (FII) ascendía a seis, igual que a finales de 2011. De ellos, tan solo cinco se consideraban propiamente activos, ya que un FII estaba en proceso de disolución. Por su parte, el número de sociedades de inversión inmobiliaria (SII) permaneció en ocho en el primer semestre de 2012.

...caracterizado por descensos tanto en el patrimonio como en el número de partícipes en los FII...

En relación con los FII, cabe señalar que tanto su patrimonio como su número de partícipes siguieron contrayéndose en la primera mitad de 2012. En particular, el patrimonio se redujo un 2,4%, hasta los 4.386 millones de euros, y el número de

participes disminuyó un 6,8%, hasta los 27.716 (véase cuadro 15). Como en trimestres anteriores, una parte mayoritaria del patrimonio de los FII continuaba en manos de inversores pertenecientes al grupo financiero de la gestora⁸. La rentabilidad de los FII, por su parte, continuó siendo negativa, como venía sucediendo desde 2009, aunque los retrocesos experimentados durante el primer semestre de 2012 no fueron tan intensos como en años anteriores.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 15

	2008	2009	2010	2011	2011		2012	
					III	IV	I	II
FONDOS								
Número ¹	9	8	7	6	6	6	6	6
Participes	97.390	83.583	75.280	29.735	31.412	29.735	29.754	27.716
Patrimonio (millones de euros)	7.407	6.465	6.116	4.495	4.597	4.495	4.447	4.386
Rentabilidad (%)	0,69	-8,31	-4,74	-3,24	-1,03	-0,93	-0,85	-1,23
SOCIEDADES								
Número	9	8	8	8	9	8	8	8
Accionistas	937	928	943	943	944	943	939	939
Patrimonio (millones de euros)	372	309	322	313	1663	313	311	301

Fuente: CNMV.

1 IIC que han remitido estados reservados.

Por su parte, el patrimonio de las SII descendió un 3,8% entre enero y junio de 2012 hasta los 301 millones de euros, mientras que el número de participes se mantuvo prácticamente estable.

...y en las SII.

IIC de inversión libre

La evolución más reciente de las IIC de inversión libre a lo largo de los últimos meses muestra tendencias similares a las observadas en ejercicios anteriores y que se caracterizan, fundamentalmente, por el diferente comportamiento entre las IIC de IIC de inversión libre (fondos de fondos), en retroceso, y las IIC de inversión libre (fondos puros), en expansión.

La evolución más reciente de las IIC de inversión libre continuó siendo divergente entre las IIC de IIC de inversión libre,...

Ambos tipos de vehículos de inversión, que comenzaron a registrarse a finales de 2006, mostraron un crecimiento significativo en sus magnitudes principales hasta mediados del año 2008, cuando comenzaron a experimentar un cierto retroceso asociado a la crisis financiera. Desde los mínimos marcados en marzo de 2009, la evolución de los dos tipos de IIC de inversión libre ha sido heterogénea. Las IIC de IIC de inversión libre, más afectadas por la crisis por diferentes motivos, no han llegado a recuperar ni el volumen de patrimonio ni el número de participes de mediados de 2008. De hecho, a mediados de 2012, el patrimonio de estas instituciones se situaba en 560 millones de euros, una cifra un 8,4% inferior a la de finales de 2011 y muy alejada de los 1.427 millones de mediados de 2008. El número de participes

...cuyo patrimonio y participes retrocedía en los meses centrales del año y un número significativo de instituciones se encontraba en proceso de liquidación, y...

8 Más del 84%, con datos de mayo.

de estas instituciones ascendía a 3.576 en el segundo trimestre de 2012, frente a los 4.043 de finales de 2011 y cerca de 9.800 de junio de 2008. El número de instituciones registradas ascendía a 26, si bien una parte relevante de ellas se encontraba en proceso de liquidación.

...las IIC de inversión libre, que seguían mostrando una senda expansiva desde los mínimos de marzo de 2009 en sus magnitudes principales.

Por el contrario, el patrimonio y el número de partícipes de las IIC de inversión libre han mostrado una tendencia creciente, con algunos altibajos, tras los mínimos registrados en marzo de 2009. A mediados de 2012, el patrimonio agregado de estas instituciones ascendía a 782 millones de euros, lo que supone un 7,1% de crecimiento respecto a la cifra de finales de 2011. El número de partícipes pasó de 2.045 a 2.113 en estos mismos periodos.

Principales magnitudes de las IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 16

	2008	2009	2010	2011	2011		2012	
					III	IV	I	II ²
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Número ¹	40	38	28	27	27	27	26	26
Partícipes	8.151	5.321	4.404	4.043	4.046	4.043	3.592	3.576
Patrimonio (millones de euros)	1.021,3	810,2	694,9	611,2	617,4	611,2	568,0	560,1
Rentabilidad (%)	-17,8	7,85	3,15	-1,70	-1,50	0,85	1,15	-0,24
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Número ¹	24	29	33	36	36	36	36	35
Partícipes	1.589	1.917	1.852	2.045	2.057	2.045	2.077	2.113
Patrimonio (millones de euros)	539,4	652,0	646,2	729,8	703,9	729,8	775,3	781,8
Rentabilidad (%)	-4,82	14,94	5,37	-2,60	-6,81	2,16	3,66	-0,61

Fuente: CNMV.

1 Entidades que han remitido estados reservados.

2 Datos hasta abril de 2012. La rentabilidad corresponde al mes de abril.

IIC extranjeras comercializadas en España

El volumen de inversión de las IIC extranjeras se incrementó un 15% en el primer semestre de 2012.

Tras el fuerte descenso del año 2011, el volumen de inversión de las IIC extranjeras creció de forma notable en los primeros meses de 2012. Entre diciembre de 2011 y junio de 2012, el patrimonio correspondiente a IIC extranjeras aumentó un 15%, hasta situarse por encima de los 34.500 millones de euros. El número de inversores también se incrementó, si bien a un ritmo más moderado, el 3,6%, hasta quedar cerca de los 790 mil.

Perspectivas

Las perspectivas sobre la industria de IIC son complejas, debido a la disminución de la inversión de los hogares y la competencia de otros productos financieros.

Las perspectivas sobre la evolución de la industria de la inversión colectiva doméstica presentan un grado elevado de incertidumbre como consecuencia del descenso del volumen de inversión de los hogares en activos financieros, limitado por la evolución de su renta disponible en el contexto de la crisis, y del incremento de la competencia de otros productos de inversión de riesgo reducido, como los pagarés o determinados instrumentos de deuda pública, que están ofreciendo rentabilidades

muy atractivas. En términos organizativos es posible que el proceso de reestructuración de las entidades de crédito españolas, que gestionan y comercializan una parte mayoritaria del patrimonio de los fondos de inversión, continúe teniendo un cierto impacto sobre la estructura de las SGIIC y sobre su oferta de productos.

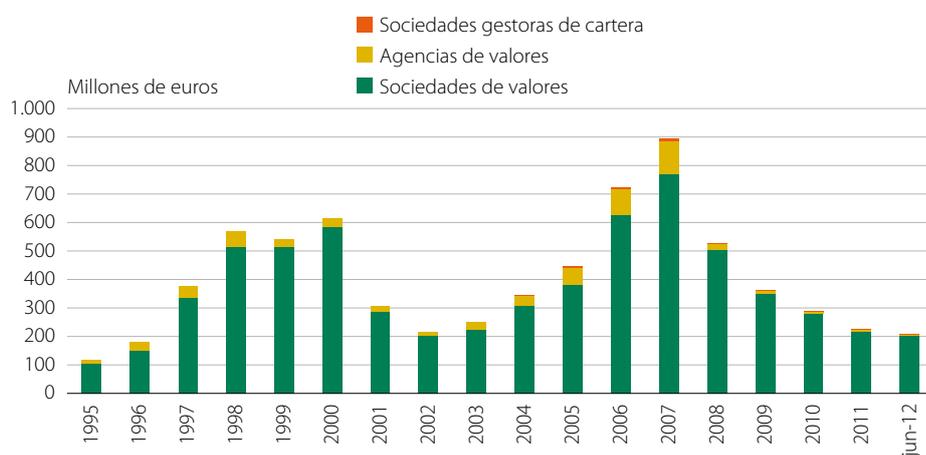
4.2 Empresas de servicios de inversión

La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) en el primer semestre de 2012, como en ejercicios anteriores, continuó profundamente afectada por las tensiones presentes en los mercados financieros domésticos que siguieron erosionando de forma sustancial los ingresos derivados de las principales líneas de negocio de estas entidades. En este marco, se observó un retroceso notable de los beneficios agregados del sector y un incremento relevante del número de entidades en pérdidas. Por el contrario, las condiciones de solvencia de estos intermediarios financieros continuaron siendo suficientemente holgadas.

La actividad de las empresas de servicios de inversión siguió viéndose severamente afectada por las tensiones presentes en los mercados financieros.

Resultados agregados de las ESI antes de impuestos^{1,2}

GRÁFICO 13



Fuente: CNMV.

1 Excepto las EAFI.

2 Resultados de 2012 anualizados.

En el caso de las **sociedades de valores (SV)**, el beneficio agregado antes de impuestos durante los seis primeros meses de 2012 ascendió a 100,6 millones de euros, un 33% menos que en el mismo periodo de 2011. La disminución del beneficio de estas entidades estuvo asociada tanto al empeoramiento del margen bruto como a la escasa reducción de los gastos de explotación (véase cuadro 17). En relación al margen bruto, que cayó un 16,2% hasta los 303 millones de euros, cabe señalar el descenso notable de su partida más relevante, los ingresos percibidos por comisiones⁹ (21%) y el comportamiento heterogéneo del resto de sus componentes. Así, los resultados netos de las inversiones por cuenta propia de las SV mejoraron notablemente en el segundo trimestre de 2012, alcanzando los 92,4 millones de euros (más del doble de la cifra de 2011), mientras que el margen de intereses se contrajo un 38,4% y las pérdidas por diferencias de cambio netas se incrementaron sensiblemente.

El beneficio agregado de las sociedades de valores se redujo un 33% debido al notable descenso de sus ingresos por comisiones.

9 Del -14,8% en términos netos.

Importes en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores			S. gestoras de cartera		
	jun-11	jun-12	% var.	jun-11	jun-12	% var.	jun-11	jun-12	% var.
1. Margen de intereses	52.973	32.651	-38,4	1.144	946	-17,3	293	390	33,1
2. Comisiones netas	275.520	234.842	-14,8	50.423	46.665	-7,5	3.840	3.832	-0,2
2.1. Comisiones percibidas	419.375	331.330	-21,0	57.899	53.625	-7,4	9.123	8.864	-2,8
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	285.047	200.721	-29,6	19.345	17.993	-7,0	-	-	-
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	2.830	4.089	44,5	1.181	1.620	37,2	-	-	-
2.1.3. Depósito y anotación de valores	10.887	10.091	-7,3	191	311	62,8	-	-	-
2.1.4. Gestión de carteras	7.911	6.881	-13,0	6.760	5.487	-18,8	8.323	8.115	-2,5
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	37.047	23.684	-36,1	2.634	2.445	-7,2	800	749	-6,4
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	184	25	-86,4	538	0	-100,0	-	-	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	4	6	50,0	13	14	7,7	-	-	-
2.1.8. Comercialización de IIC	31.359	23.113	-26,3	11.097	9.881	-11,0	0	0	-
2.1.9. Otras	44.104	62.720	42,2	16.141	15.874	-1,7	0	0	-
2.2. Comisiones satisfechas	143.855	96.488	-32,9	7.476	6.960	-6,9	5.283	5.032	-4,8
3. Resultado de inversiones financieras	38.782	92.439	138,4	-54	786	-	233	-52	-
4. Diferencias de cambio netas	-5.344	-61.398	-1.048,9	-225	25	-	-14	23	-
5. Otros productos y cargas de explotación	171	5.043	2.849,1	-1.081	-978	9,5	-5	25	-
MARGEN BRUTO	362.102	303.577	-16,2	50.207	47.444	-5,5	4.347	4.218	-3,0
6. Gastos de explotación	212.791	205.085	-3,6	43.433	43.785	0,8	3.616	3.528	-2,4
7. Amortizaciones y otras dotaciones	6.538	5.705	-12,7	1.209	1.022	-15,5	54	53	-1,9
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	-1	501	-	-3	45	-	0	0	-
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	142.774	92.286	-35,4	5.568	2.592	-53,4	677	637	-5,9
9. Otras ganancias y pérdidas	8.100	8.348	3,1	275	129	-53,1	0	0	-
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	150.874	100.634	-33,3	5.843	2.721	-53,4	677	637	-5,9
10. Impuesto sobre beneficios	29.472	22.174	-24,8	554	361	-34,8	187	200	7,0
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	121.402	78.460	-35,4	5.289	2.360	-55,4	490	437	-10,8
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-	0	0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	121.402	78.460	-35,4	5.289	2.360	-55,4	490	437	-10,8

Fuente: CNMV.

Los beneficios de las agencias de valores, fueron históricamente reducidos, ya que el margen bruto cubre con escasa holgura los gastos de explotación,...

Las agencias de valores, por su parte, obtuvieron unos beneficios antes de impuestos de 2,7 millones de euros durante los primeros seis meses del año, menos de la mitad de lo que alcanzaron en junio de 2011 (5,8 millones). Los ingresos por comisiones percibidos por estas entidades en términos netos, que suponen más del 98% del margen bruto agregado, descendieron un 7,5% hasta los 46,7 millones de euros. A pesar del ajuste de los gastos de explotación que han efectuado las AV a lo largo de los últimos ejercicios, el descenso del margen bruto de estas entidades ha sido de tal intensidad que apenas cubre el nivel de estos gastos (47,4 millones de euros frente a 43,8 millones de euros), dando lugar a la profunda caída de los beneficios ya comentada.

...mientras que los de las sociedades gestoras de cartera cayeron con menos intensidad por la relativa estabilidad de sus ingresos por comisiones.

Finalmente, las sociedades gestoras de cartera tuvieron un beneficio agregado antes de impuestos de 637 mil euros durante el primer semestre de 2012, un 5,9% menos que en el primer semestre de 2011. El margen bruto agregado descendió un 3% hasta los 4,2 millones de euros, como consecuencia de las pérdidas registradas por operaciones financieras. Los ingresos netos por comisiones, que conforman la

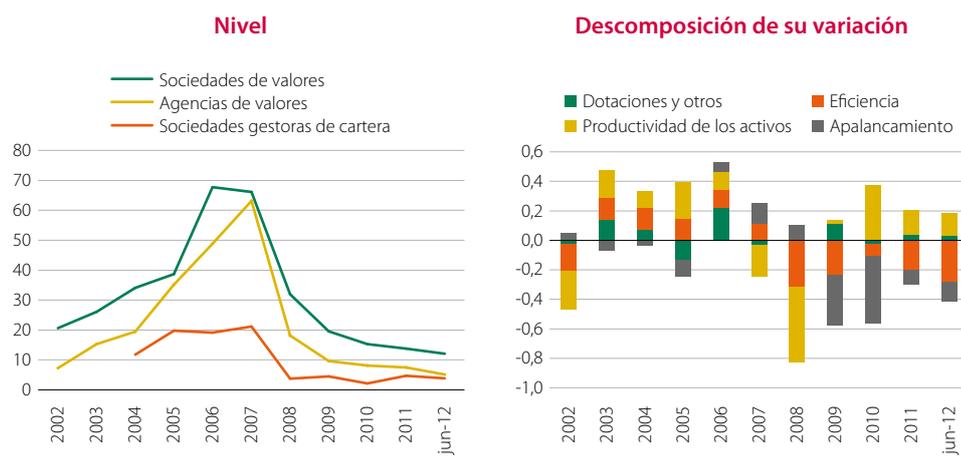
partida más cuantiosa del margen bruto, permanecieron relativamente estables en 3,8 millones de euros. Los gastos de explotación cayeron un 2,4% hasta los 3,5 millones de euros.

En línea con la tendencia de los resultados acumulados en los primeros seis meses de 2012, la rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) para el conjunto del sector se redujo desde el 15% hasta el 11,6%. Por tipo de entidad, se observó que la rentabilidad de las sociedades de valores descendió cerca de tres puntos porcentuales, hasta el 12%, y la de las agencias de valores más de cinco puntos, hasta el 5,2%. La rentabilidad de las sociedades gestoras de cartera se mantuvo relativamente estable en el 3,8%. En relación a la descomposición de la variación de la rentabilidad de las ESI en el primer semestre de 2012, cabe señalar el mantenimiento de las tendencias de los ejercicios 2010 y 2011, aunque con algunos cambios en la intensidad de sus componentes. Como puede observarse en el panel derecho del gráfico 14, el impacto positivo del incremento de la rentabilidad de los activos y de las dotaciones sobre el ROE no fue suficiente para contrarrestar el impacto negativo derivado de la pérdida de eficiencia de las entidades y, en menor medida, del descenso del apalancamiento¹⁰.

La rentabilidad sobre fondos propios (ROE) del sector se redujo desde el 15% hasta el 11,6%, en línea con la moderación de los beneficios...

ROE antes de impuestos de las ESI

GRÁFICO 14



Fuente: CNMV.

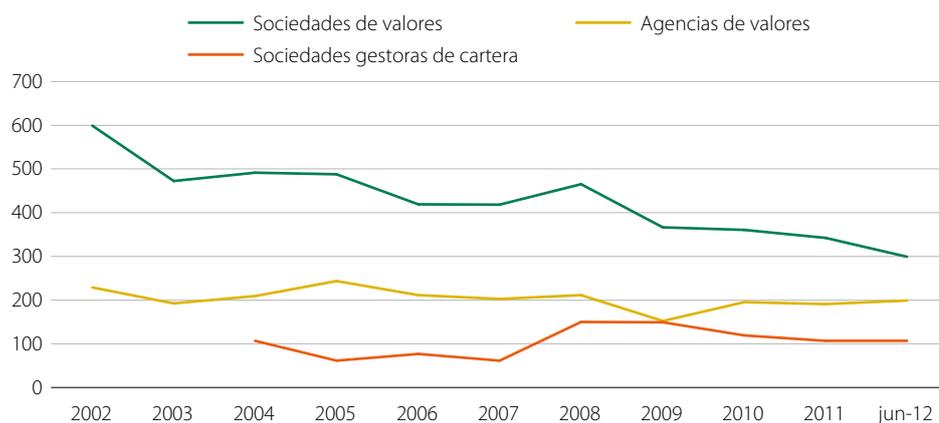
En este marco, el número de entidades en pérdidas (antes de impuestos) creció de forma sensible en el primer semestre del año hasta 38 (30 en junio de 2011 y 31 en diciembre de 2011). Por tipo de entidad, el número de ESI en pérdidas a mediados de 2012 ascendía a doce en el caso de las SV (13 en junio de 2011), a 23 en el caso de las AV (16 en junio de 2011) y a tres en el caso de las SGC (una en junio de 2011). El volumen de las pérdidas acumuladas por estas entidades ascendió a 12,8 millones de euros, lo que supone un incremento del 38% en términos interanuales.

...mientras que el número de entidades en pérdidas se incrementó desde 30 hasta 38.

10 Para obtener un mayor detalle sobre el cálculo y la interpretación de esta descomposición, véase el recuadro «Descomposición del ROE» del informe «Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas» del *Boletín trimestral* de la CNMV, trimestre I de 2008.

Margen de solvencia de las ESI
(exceso de recursos propios computables sobre los recursos propios exigibles, %)

GRÁFICO 15



Fuente: CNMV.

A pesar del ligero descenso de los márgenes de solvencia de las ESI en los últimos años, el nivel de recursos propios de estas entidades continuaba siendo ampliamente superior al exigido.

Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo satisfactorias en el primer semestre de 2012, a pesar de la tendencia descendente del margen de solvencia de los últimos años. Así, como se puede apreciar en el gráfico 15, el exceso de recursos propios de las sociedades de valores a mediados de 2012 era tres veces superior al exigido (3,9 en junio de 2011). Por su parte, las agencias de valores mostraban un exceso de recursos propios dos veces superior al requerido por la normativa de solvencia, el mismo nivel que un año antes. Finalmente, el exceso de recursos propios de las sociedades gestoras de cartera, que era de una magnitud similar a la de los recursos propios exigidos, se mantuvo estable respecto a las cifras de mediados de 2011. Al cierre del primer semestre de 2012 había una entidad (AV) con déficit de recursos propios¹¹.

La expansión del segmento de EAFI continuó en 2012 tanto en número de entidades como de contratos asesorados, pero retrocedió el volumen de patrimonio asesorado por ellas...

La expansión de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) continuó siendo intensa, ya que a finales del primer semestre de 2012 había 97 entidades registradas en la CNMV, 33 de las cuales se habían dado de alta en los últimos doce meses. Las turbulencias presentes en los mercados financieros hicieron, no obstante, que la evolución de sus principales magnitudes no fuera tan dinámica como a priori cabría esperar a partir de la evolución del número de estas instituciones. En particular, el número de contratos de asesoramiento creció un 3,6%, hasta los 3.279, mientras que el volumen del patrimonio asesorado se redujo un 11%, hasta los 14.664 millones de euros. La disminución del volumen de patrimonio asesorado tuvo su origen en la caída del patrimonio de los clientes profesionales (un 16%, hasta los 12.205 millones de euros), en contraposición con el crecimiento registrado en el patrimonio de los clientes minoristas, del 27%, hasta los 2.415 millones de euros. En consecuencia, la importancia relativa del patrimonio de estos últimos en el negocio de las EAFI se incrementó desde el 11,5% hasta el 16,5%.

¹¹ La entidad, no obstante, ha presentado un plan de fusión con otra entidad del grupo que resolverá este incumplimiento.

	2009	2010	2011	2011		2012	% var. Año
				S-1	S-2	S-1	
Importes en miles de euros							
NÚMERO DE ENTIDADES	16	52	82	64	82	97	51,6
PATRIMONIOS ASESORADOS¹	1.410.985	15.802.743	16.033.109	16.498.265	16.033.109	14.663.856	-11,1
Clientes minoristas	364.284	1.715.084	2.181.943	1.894.771	2.181.943	2.415.002	27,5
Clientes profesionales	1.046.702	13.995.206	13.831.973	14.501.823	13.831.973	12.205.216	-15,8
Otros	0	92.453	19.193	101.671	19.193	43.638	-57,1
NÚMERO DE CONTRATOS¹	317	2.431	3.677	3.158	3.677	3.279	3,8
Clientes minoristas	293	2.345	3.542	3.037	3.542	3.099	2,0
Clientes profesionales	24	79	126	109	126	164	50,5
Otros	0	7	9	12	9	16	33,3
INGRESOS POR COMISIONES²	3.183	20.745	31.053	14.131	31.053	13.940	-1,4
Comisiones percibidas	3.183	20.629	30.844	14.080	30.844	13.855	-1,6
De clientes	2.776	17.132	26.037	11.720	26.037	11.668	-0,4
De otras entidades	407	3.497	4.807	2.360	4.807	2.186	-7,4
Otros ingresos	0	116	209	51	209	85	66,7
PATRIMONIO NETO	1.500	10.057	12.184	10.444	12.184	13.098	25,4
Capital social	1.043	3.014	3.895	3.386	3.895	4.328	27,8
Reservas y remanentes	36	242	950	2.889	950	5.904	104,4
Resultado del ejercicio ²	421	6.801	7.338	4.169	7.338	2.866	-31,3

Fuente: CNMV.

1 Datos a final de periodo a valor de mercado.

2 Datos acumulados del periodo.

Los ingresos por comisiones percibidos por estas entidades en el primer semestre del año ascendieron a 13,9 millones de euros, un 1,4% menos que en el mismo periodo del año anterior. El resultado neto de las EAFI acumulado hasta junio se situaba en 2,9 millones de euros, un 31% menos que en junio de 2011.

...y, en consecuencia, los beneficios agregados de estas entidades.

Las perspectivas para el conjunto de las empresas de servicios de inversión continúan siendo muy complejas como consecuencia de las tensiones presentes en los mercados financieros domésticos, que están incidiendo notablemente en los ingresos percibidos por la tramitación de órdenes, por la emisión y colocación de valores en el mercado, y, también por el fuerte deterioro de la industria de inversión colectiva. Aunque algunas líneas de negocio como, por ejemplo, el asesoramiento financiero, se han visto menos afectados por las turbulencias de los mercados, lo cierto es que a corto plazo no se espera una mejoría clara en la evolución de estas entidades, que, además, pueden verse inmersas en un cierto proceso de reorganización como consecuencia del periodo de saneamiento y reestructuración del sistema financiero español.

Las perspectivas para las ESI, altamente complejas, no mejorarán hasta que se reduzcan las tensiones presentes en los mercados financieros domésticos.

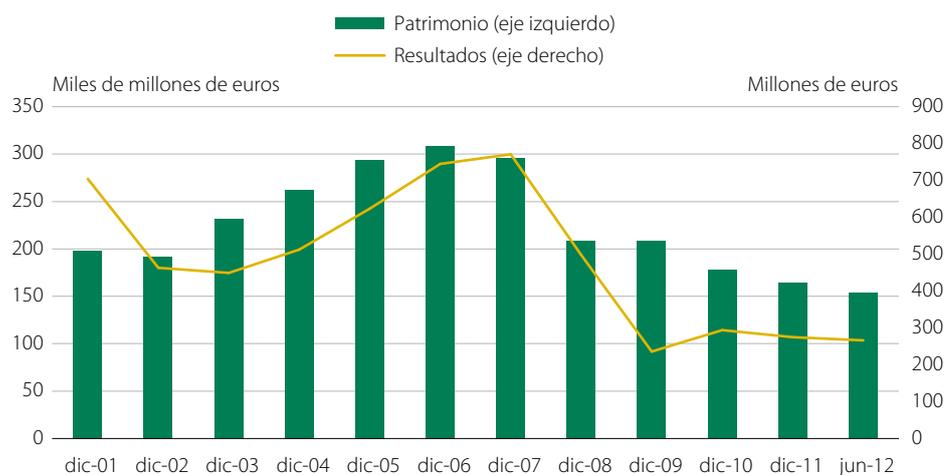
4.3 Sociedades gestoras de IIC

Durante el primer semestre de 2012, el patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) descendió un 6,4%, hasta situarse en 154 mil millones de euros. Como se observa en el gráfico 16, el patrimonio bajo gestión de estas entidades no ha dejado de descender desde los primeros años de la crisis, si bien su contracción ha tendido a suavizarse. Con todo, el sector ha perdido cerca de un 50% de su patrimonio (en términos nominales) desde el año 2006, cuando superaba los 300 mil millones de euros al año.

Durante el primer semestre de 2012, el patrimonio gestionado por las SGIIC descendió un 6,4% hasta los 154 mil millones de euros...

Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado y resultados antes de impuestos

GRÁFICO 16



Fuente: CNMV. El dato de resultados de junio de 2012 ha sido anualizado.

... dando lugar a un descenso de los beneficios agregados del sector del 3%.

La evolución de las principales partidas de la cuenta de resultados de estas entidades a lo largo del primer semestre del año se mostró en línea con la ligera tendencia descendente del patrimonio bajo gestión. Así, los ingresos por comisiones de gestión de IIC de las SGIIC ascendieron a 1.479 millones de euros (anualizados), un 5,7% menos que en 2011, y los beneficios agregados antes de impuestos (anualizados) ascendieron a 266 millones de euros, lo que supone un descenso del 3% respecto a la cifra de 2011. La rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) del sector se mantuvo relativamente estable en el 20%. El número de entidades en pérdidas se incrementó levemente, desde 32 en diciembre de 2011 hasta 34 en junio de 2012, y el volumen de las mismas permaneció estable, en valores algo superiores a los once millones de euros (en términos anualizados).

Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado, ingresos por gestión de IIC y corretaje medio

CUADRO 19

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones (%) ¹
2003	231.458	2.304	1,00	73,8
2004	262.132	2.670	1,02	73,6
2005	293.973	2.976	1,01	72,2
2006	308.476	3.281	1,06	71,5
2007	295.922	3.194	1,08	70,5
2008	209.014	2.302	1,10	70,8
2009	203.379	1.702	0,84	68,6
2010	177.676	1.622	0,91	68,1
2011	164.125	1.479	0,90	66,6
jun-12 ²	153.587	1.394	0,91	65,1

Fuente: CNMV.

1 Relación entre los gastos por comisiones de comercialización de fondos y los ingresos por comisiones de gestión de IIC.

2 Los datos de ingresos por comisiones y la comisión media de gestión están anualizados.

Como en periodos anteriores, el sector continuó inmerso en un cierto proceso de reorganización derivado de la reestructuración de las entidades de crédito nacionales, que son propietarias de la mayoría de las SGIIC registradas. Así, en el primer semestre de 2012 el número de SGIIC se redujo en cuatro, hasta 110, como consecuencia de un alta y cinco bajas, cuatro de las cuales estaban relacionadas con el comentado proceso de reestructuración de las entidades de crédito.

También persistió la tendencia descendente del número de gestoras.

4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo

En los ocho primeros meses de 2012, el número de entidades de capital-riesgo (ECR) se incrementó ligeramente, desde 336 a finales de 2011 hasta 341 (véase cuadro 20). De ellas, 143 eran sociedades de capital-riesgo (SCR), 117 eran fondos de capital-riesgo (FCR) y 81 eran sociedades gestoras de estas entidades (SGEGR). A lo largo del ejercicio se produjeron 16 altas de entidades (ocho SCR, cinco FCR y tres SGEGR) y once bajas (ocho SCR, dos FCR y una SGEGR).

El número de entidades de capital-riesgo se incrementó ligeramente en los ocho primeros meses del año.

Altas y bajas en el registro de ECR en 2012

CUADRO 20

	Situación a 31/12/2011	Altas	Bajas	Situación a 31/08/2012
Entidades	336	16	11	341
Fondos de capital-riesgo	114	5	2	117
Sociedades de capital-riesgo	143	8	8	143
Sociedades gestoras de ECR	79	3	1	81

Fuente: CNMV.

Entre diciembre de 2010 y diciembre de 2011 el patrimonio de las ECR creció cerca de un 6% hasta superar los 8.400 millones de euros. Sin embargo, como se aprecia en el cuadro 21, el comportamiento del patrimonio de los FCR se incrementó (un 15,3%, hasta los 4.324 millones de euros) mientras que el de las SCR descendió ligeramente (un 2,3%, hasta los 2.093 millones de euros). Al menos una parte de este comportamiento pareció tener su origen en el cambio del vehículo de capital-riesgo seleccionado por parte de los inversores. En particular, se observó una disminución del patrimonio en SCR por parte de ECR nacionales y extranjeras y también por parte de las sociedades no financieras, mientras que el patrimonio de estas instituciones en FCR se incrementó. Atendiendo a la tipología de inversor en capital-riesgo, cabe señalar que la presencia de las personas físicas continuó siendo minoritaria. En el conjunto de las personas jurídicas destacó el trasvase de patrimonio desde las cajas de ahorro hasta los bancos, como consecuencia de los procesos de fusiones entre entidades llevados a cabo a lo largo de los últimos años. En conjunto, el patrimonio de las entidades de crédito en FCR pasó del 20,6% al 18,7% entre 2010 y 2011, mientras que en SCR pasó del 31,8% al 32,4%, manteniéndose como el tipo de inversor más relevante. Otros inversores con una participación elevada en FCR (por encima del 13% del total) fueron las empresas no financieras, las Administraciones Públicas y las entidades extranjeras.

El patrimonio del sector creció un 6% en 2011 hasta los 8.400 millones de euros, con un comportamiento desigual entre fondos y sociedades de capital-riesgo.

De acuerdo con las cifras preliminares de la Asociación de Entidades de Capital-Riesgo (ASCRI), la inversión en capital-riesgo en España se redujo un 43% en el primer semestre de 2012, hasta los 1.166 millones de euros. Este volumen es superior al del primer semestre de 2009, cuando la inversión se redujo de forma tan no-

El sector ha sufrido un fuerte retroceso en el primer semestre de 2012 tanto en el volumen de inversión como en el de recursos captados...

table, pero retrocede a los valores del año 2006. El número de operaciones que se cerraron en los seis primeros meses del año ascendió a 494, un 2% más que en el mismo periodo de 2011. El 84% de las mismas fueron de pequeño volumen (inferior a un millón de euros), mientras que se registraron once operaciones medianas (entre diez y 100 millones de euros) y tres de gran tamaño (superior a 100 millones de euros). Los sectores que concentraron un volumen mayor de inversión fueron los de «otros servicios», medicina y salud, productos y servicios industriales y productos de consumo. La captación de recursos del sector descendió un 37%, hasta los 934 millones de euros.

Entidades de capital-riesgo: patrimonio por tipo de inversor

CUADRO 21

Importes en millones de euros	FCR		SCR	
	2010	2011	2010	2011
Personas físicas				
Residentes	183,89	212,74	86,35	80,83
No residentes	2,54	2,81	0,68	0,76
Personas jurídicas				
Bancos	226,40	526,39	402,42	1.183,46
Cajas de ahorros	547,46	281,81	929,81	143,68
Fondos de pensiones	413,29	417,55	26,18	23,62
Compañías de seguros	95,02	111,15	16,20	25,96
Sociedades y agencias de valores	0,00	0,00	0,00	0,00
Instituciones de inversión colectiva	26,02	27,18	8,52	10,72
Entidades de capital-riesgo nacionales	68,46	100,01	69,92	56,11
Entidades de capital-riesgo extranjeras	296,70	393,96	44,87	3,74
Administraciones públicas	494,53	588,38	142,75	165,19
Fondos soberanos	33,17	38,22	0,00	0,00
Otras empresas financieras	292,51	309,14	671,79	675,99
Empresas no financieras	538,34	594,10	1.579,94	1.541,07
Entidades extranjeras	395,53	563,31	44,45	46,83
Otros	137,22	157,30	166,39	134,84
TOTAL	3.751,08	4.324,05	4.190,27	4.092,80

Fuente: CNMV.

...y una recuperación clara del mismo no se producirá hasta que disminuya la percepción de riesgo de la economía española y se pueda acceder al crédito con más facilidad.

Las perspectivas para el sector de capital-riesgo son complejas a corto plazo, como consecuencia de su dificultad tanto para captar fondos como para cerrar operaciones. Además del endurecimiento de las condiciones de acceso a la financiación bancaria, se observa un descenso de los recursos procedentes del exterior, en línea con el incremento del riesgo percibido sobre la economía española, y del interior, como consecuencia del proceso de reestructuración del sistema financiero doméstico y de las restricciones presupuestarias de algunos grandes inversores. Por tanto, no es previsible que se observe una recuperación clara del sector de capital-riesgo en España en el corto plazo.

II Informes y análisis

La fragmentación de la negociación en los mercados de valores: efectos sobre la calidad del mercado y opciones de regulación

Francisco Javier González Pueyo y María José Pérez-Santamarina Atiénzar (*)

(*) Francisco Javier González Pueyo y María José Pérez-Santamarina Atiénzar pertenecen al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.

1 Introducción

La idea de que la negociación en los mercados de valores está fragmentada se asocia a la existencia de múltiples sistemas o localizaciones para negociar un mismo instrumento financiero¹. Este fenómeno, que ha alcanzado una intensidad significativa recientemente, es objeto de importantes reflexiones por parte de los supervisores, debido a sus potenciales efectos sobre la calidad de la formación de los precios de los activos y la protección de los inversores minoristas.

Este artículo tiene como objetivo contribuir a una mayor divulgación de los aspectos más relevantes suscitados en torno a la fragmentación, identificando las principales vías a través de las cuales se produce, revisando la literatura académica que hasta la fecha ha analizado este fenómeno y reflexionando brevemente en torno a posibles soluciones normativas que permitan mitigar sus efectos más negativos.

Con este fin, el artículo se organiza como sigue. En la sección segunda se revisa el contexto en el que la fragmentación de los mercados está cobrando una importancia creciente y los factores que han contribuido a ello, en la sección tercera se analizan sus posibles efectos sobre la formación de los precios de los activos, en la sección cuarta se detallan las iniciativas normativas emprendidas para mitigar sus efectos negativos y en la sección final se recogen las conclusiones.

2 Fragmentación: orígenes y factores determinantes

No existe una única visión de consenso a la hora de acotar los problemas suscitados por lo que, de manera genérica, se conoce como fragmentación del mercado y que, como se ha indicado, se asocian a la dispersión de la negociación de un mismo instrumento financiero en diferentes plataformas de contratación. Desde una perspectiva amplia, debería incluirse también la fragmentación de la liquidez como consecuencia de la ejecución de operaciones al margen del libro principal de órdenes de los mercados regulados y los sistemas multilaterales de negociación², esto es, la negociación canalizada por las empresas de inversión a través de la denominada internalización de las órdenes de clientes y la negociación en segmentos opacos de liquidez (*dark pools*).

Los mercados financieros presentan externalidades de red en las actividades de negociación y poscontratación. De acuerdo con los trabajos de Pagano (1989) o Econo-

1 Hagerty, K. y McDonald, R.L. (1996). *Brokerage, Market Fragmentation and Securities Market Regulation*. The Industrial Organization and Regulation of the Securities Industry National Bureau of Economic Research.

2 El libro principal de órdenes lo forman todas las órdenes limitadas, es decir, con precio máximo de compra o mínimo de venta, remitidas al mercado y pendientes de ejecutar.

mides (1993)³, la liquidez, es decir, la facilidad para comprar o vender un activo sin que la operación tenga efectos en su precio, presenta externalidades de red. La liquidez mejora y se consolida cuantos más participantes acuden a un mercado, puesto que, cuanto más líquido es un mercado, mayor es su atractivo para los participantes, lo que atrae, a su vez, a nuevos agentes que incrementarán el grado de liquidez.

En consecuencia, desde el punto de vista de la liquidez, existe un incentivo para que la negociación de un valor se concentre en una única plataforma que permita explotar de manera eficiente la externalidad de red en términos de una mejor formación de precios y un menor impacto sobre ellos de la ejecución de órdenes. Por lo tanto, la fragmentación de la liquidez en varios segmentos/plataformas iría en contra de esta externalidad y las ventajas de la fragmentación, fundamentalmente en términos de rebaja de costes directos (comisiones), deberían de superar los costes de renunciar a aglutinar en un único punto toda la liquidez de un activo.

Sin embargo, algunos autores como Degryse et al (2011)⁴ señalan que las externalidades de red aún siguen presentes hoy en día y que pueden alcanzarse incluso cuando existen varias plataformas de negociación. Para algunos intermediarios, la utilización de herramientas como los sistemas de gestión de órdenes inteligentes (*smart order routing systems*, SORS⁵) permite la interconexión de mercados y la búsqueda del mejor precio entre los diferentes centros de contratación. Sin embargo, no todos los inversores tienen acceso a estas tecnologías y, por ello, no modifican el problema fundamental que se deriva de la fragmentación, que es la dispersión de la liquidez en varias plataformas y sus efectos sobre la formación de los precios. Es decir, estos sistemas permiten «integrar» la liquidez fragmentada pero no reconstruir un único libro de órdenes con plena confluencia de oferta y demanda y un precio generado con todos los participantes y toda la información en el mercado para cada activo. En cualquier caso, su generalización permitiría que los inversores tuviesen acceso a información sobre los mejores precios disponibles en cada momento para cada activo.

Otra de las ventajas de la concentración de la negociación en un único mercado son unos menores costes de información para los participantes. Al existir un único punto de confluencia de la oferta y la demanda, no se requiere la búsqueda y comparación de precios en varias plataformas, lo que reduce los costes para los inversores.

Desde el punto de vista de la demanda, existen algunas razones que pueden favorecer la fragmentación del mercado, incluyendo las siguientes:

- Unos menores costes directos de ejecución (comisiones), posibilitados por una mayor competencia entre diferentes plataformas de negociación, en contraposición con situaciones caracterizadas por la existencia de un único proveedor

3 Pagano, M. (1989). «Endogenous Market Thinness and Stock Price Volatility», en *The Review of Economic Studies*, 56, pp. 269-288, y «Trading Volumes and Asset Liquidity», en *The Quarterly Journal of Economics*, 104, pp. 255-274. Economides, N. (1993). «Network Economics with Application to Finance», en *Financial Markets, Institutions & Instruments*, vol. 2, no. 5, pp. 89-97.

4 Degryse, H., de Jong, F. y van Kervel, V. (2011). *Equity market fragmentation and liquidity: the impact of MiFID*.

5 El SORS es un programa informático que canaliza cada orden a la mejor plataforma de negociación según se haya definido en términos de precio, velocidad de ejecución u otros parámetros.

de los servicios de negociación. No obstante, estas ventajas podrían estar limitadas temporalmente si la situación de competencia no fuese sostenible. Además, la competencia entre diferentes plataformas de negociación podría reducirse debido a la desaparición de algunas de ellas a causa de la falta de viabilidad de los nuevos mercados, por ejemplo, si no alcanzan un volumen mínimo de negociación, o como consecuencia de procesos de fusiones o compras de competidores por parte de los mercados regulados.

- La entrada a mercados que ofrecen un único punto de acceso (*one stop shop*) a diferentes tipos de activos, por ejemplo, activos de diferentes países. Los sistemas multilaterales permiten negociar en una única plataforma las acciones más líquidas de cada país, mientras que los mercados regulados tradicionales suelen tener una oferta más limitada geográficamente, con frecuencia a los países donde fueron creados y tienen su sede⁶. Esta posibilidad supone para los participantes importantes ahorros en costes operativos y de cumplimiento normativo, al reducirse el número de comunicaciones y supervisores implicados.

2.1 Ámbitos de fragmentación

Aunque se suele asociar la fragmentación de la liquidez a la aparición de plataformas alternativas a las bolsas tradicionales, se trata en realidad de un fenómeno que, con diferentes formas de manifestación, ha estado siempre presente en los mercados financieros. Las modificaciones normativas y los avances tecnológicos de la última década han acelerado y amplificado su expansión hasta alcanzar valores muy significativos en algunos países y mercados.

En función del punto en el cual se produce la dispersión de la contratación, pueden distinguirse varios ámbitos de fragmentación:

- Fragmentación temporal de la liquidez por el paso de un sistema de subastas discreto al mercado electrónico continuo.
- Fragmentación dentro del propio mercado regulado entre diferentes sistemas para negociar un valor (mercado principal, de bloques, aplicaciones).
- Fragmentación entre plataformas con requisitos de pretransparencia (*lit*) en los precios y volúmenes y de postransparencia (*dark pools*).
- Fragmentación entre diferentes sistemas o plataformas de negociación que compiten por la negociación de un mismo activo: mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación.
- Fragmentación dentro del propio intermediario como consecuencia del case de operaciones de clientes, entre sí o contra la cuenta propia de la entidad, en lugar de su envío al mercado (internalización).

6 Véase C. Aparicio, «El análisis de la fusión de los MTF BATS y Chi-X por la autoridad británica de la competencia», en el *Boletín Trimestral* de la CNMV del segundo trimestre de 2012.

Si bien la fragmentación en varias plataformas de negociación competidoras de las tradicionales bolsas es un fenómeno relativamente reciente, puesto que hasta hace menos de una década la mayoría de las bolsas operaban en régimen de cuasimonopolio, la dispersión de la liquidez no lo es. Es más, puede argumentarse que el paso de un sistema de negociación en subastas, que se celebraban durante periodos concretos y prefijados, a mercados continuos electrónicos fue una de las primeras manifestaciones de dispersión temporal de la liquidez. Sin embargo, la dispersión de la liquidez a lo largo de la sesión de negociación no ha significado para la mayoría de los valores una pérdida de calidad en la formación de sus precios. Por el contrario, los mercados electrónicos y las interconexiones bursátiles han hecho accesibles los libros de órdenes a un mayor número de inversores, lo que ha incrementado la liquidez y mejorado los procesos de formación de los precios de los mercados globales⁷.

Dentro de las bolsas, desde mucho antes de que existiesen las plataformas alternativas se cuenta con la posibilidad de realizar operaciones de manera bilateral que se acuerdan entre las contrapartes y posteriormente se comunican al mercado. Se trata de las operaciones conocidas como aplicaciones, que, si bien están perfectamente regladas, se realizan al margen del libro de órdenes principal, lo que da lugar a una fragmentación de la liquidez en dos segmentos. En los mercados regulados españoles, las aplicaciones están reguladas por el Real Decreto 1416/1991, de 27 de septiembre, sobre operaciones bursátiles especiales y sobre transmisión extrabursátil de valores cotizados y cambios medios ponderados. Se trata de operaciones en las que un miembro de bolsa casa internamente las órdenes entre sus clientes, remitiendo las operaciones ya ejecutadas al mercado a efectos informativos. Existen requisitos preestablecidos sobre precios y volúmenes exigibles a las aplicaciones, pero no tienen requisitos de pretransparencia⁸, aunque sí de postransparencia, ya que deben comunicarse al mercado dentro de un plazo tras su realización. Las aplicaciones, por tanto, podrían incluirse dentro de dos grupos de fragmentación: i) entre diferentes segmentos de una misma plataforma de negociación y ii) entre plataformas con pretransparencia (mercado de órdenes) y postransparencia (aplicaciones). Un supuesto muy similar de fragmentación se produce con el case interno de órdenes de clientes realizado por los intermediarios sin remitirlas al mercado (internalización).

2.2 Factores que han favorecido la fragmentación de la liquidez

Entre los factores que han favorecido la fragmentación de la liquidez hay que señalar, en primer lugar, las modificaciones normativas que han impulsado la competencia entre diferentes tipos de plataformas de negociación. Los mayores exponentes de este tipo de estímulos son, en Europa, la Directiva 2004/39/CE relativa a los mercados de instrumentos financieros (en adelante, MiFID) y, en EEUU, la National Market System de 2006 (en adelante, Reg NMS).

7 Véase, por ejemplo, A. Mekvold (2011), *Electronic trading and market structure* (The Future of Computer Trading in Financial Markets - Foresight Driver Review - DR 16).

8 Estas operaciones cumplen uno de los cuatro requisitos de exención de pretransparencia (*waivers*) de la MiFID.

Los cambios en la tecnología de los sistemas de negociación también han jugado un papel destacado. Con el paso de los corros a los sistemas electrónicos se facilitó el acceso y la interconexión de los mercados, pero también la competencia entre los proveedores de servicios de negociación. Además, el coste de lanzar y gestionar un sistema de negociación se ha reducido en los últimos años y con ello las economías de escala presentes en las infraestructuras de negociación pueden haber perdido parte de su importancia.

Los estímulos derivados de la regulación y la tecnología han contrarrestado o anulado el efecto de otros factores que, por el contrario, propiciaban la concentración de la negociación en un único mercado, como las externalidades de red comentadas anteriormente o las normativas nacionales vigentes hasta la entrada en vigor de la MiFID, que mantenían el principio de concentración de las ordenes de compraventa en los mercados regulados nacionales.

Un factor de impulso de la fragmentación que también debe considerarse es el incremento de la negociación automatizada, dentro de la cual se incluye la negociación de alta frecuencia (*high frequency trading*). La magnitud alcanzada por este tipo de operativa puede estar favoreciendo el desplazamiento de una parte de la negociación a los denominados segmentos opacos de liquidez (*dark pools*)⁹. Estos segmentos son accesibles electrónicamente y no están sujetos a los requisitos de pretransparencia aplicables a los mercados regulados y los SMN. Son utilizados por inversores institucionales que buscan anonimato y un mínimo impacto en la ejecución de sus órdenes, evitando también la posible interposición de negociadores de alta frecuencia que encarezcan la toma de posiciones.

De acuerdo con datos de la Securities and Exchange Commission (SEC) referidos al año 2010, existían entonces 32 *dark pools* que negociaban aproximadamente el 7,9% del volumen de acciones de EEUU. Este porcentaje ascendería al 30% si se incluyeran las órdenes de clientes que los intermediarios cruzan sin remitir al mercado (internalización). Datos más recientes de la consultora TABB Group hechos públicos en abril de 2012 elevan al 33% el volumen de operaciones realizadas fuera de los mercados. De ellos, un 13% se realizaría en *dark pools* y el 20% restante mediante la internalización de las órdenes de clientes.

En el caso de Europa, antes de la entrada en vigor de la MiFID varios mercados y supervisores prohibían o limitaban la internalización de órdenes. En algunos países como España, Francia e Italia la normativa obligaba a remitir todas las órdenes al mercado para su case. En el caso de Alemania, se permitía la internalización, pero debía mejorarse el precio ofrecido a los clientes con respecto al existente en el mercado. La entrada en vigor de la MiFID eliminó el principio de concentración de las órdenes en las bolsas y creó la figura de los internalizadores sistemáticos, de los que actualmente hay 13 entidades registradas en Europa, la mayoría de ellas en el Reino Unido.

9 Véase, por ejemplo, C. Gil de Blas, F.J. González Pueyo y M.V. Villanueva Fresán (2011), *Desarrollos recientes en la microestructura de los mercados secundarios de acciones*, CNMV, Documento de Trabajo nº 50.

3 Posibles efectos negativos de la fragmentación de la negociación

Uno de los efectos potencialmente negativos de la fragmentación de la negociación que ha sido señalado con mayor frecuencia y que se revisa a continuación es el deterioro en la calidad del proceso de formación de los precios de los activos. Junto a este problema se han señalado otros, entre los que cabe mencionar los siguientes:

- La generación de duplicidades en los costes de las infraestructuras de negociación. Esta circunstancia parece haber perdido peso debido a la disminución de los costes de creación y mantenimiento de infraestructuras de negociación gracias al desarrollo de las nuevas tecnologías de la información.
- La necesidad de consolidar la información sobre los precios, dispersa entre diferentes plataformas de negociación. Este aspecto resulta especialmente relevante para los inversores minoristas, que cuentan con menos medios para el acceso a difusores de información profesionales y programas de consolidación de precios.
- El posible desplazamiento de la negociación hacia segmentos opacos de liquidez (*dark pools*) por parte de los grandes inversores tradicionales, fenómeno que, como se ha indicado, debe analizarse de manera conjunta con la aparición de los negociadores de alta frecuencia.
- Los problemas de selección adversa debidos a la existencia de asimetrías en la información. Así, los proveedores de liquidez (creadores de mercado) pueden limitar su operativa en una determinada plataforma de negociación cuando prevean que existe un número significativo de participantes informados, ante la posibilidad de que estos exploten en su contra posible ventajas informativas.

3.1 Fragmentación y calidad de mercado: evidencia internacional

Existen varios trabajos académicos que han analizado los efectos que la fragmentación de la liquidez en varias plataformas competidoras tiene sobre la calidad de la formación de los precios. Estos estudios comparan, en los mercados de EEUU, la situación antes y después de la entrada en vigor de la normativa NMS y, en Europa, se centran en los efectos tras la trasposición a las normativas nacionales de la Directiva MiFID. La mayoría de los análisis académicos recientes concluye que la fragmentación mejora la liquidez siempre que exista la posibilidad de encontrar una vía de acceso a las diferentes plataformas de negociación.

3.1.1 Estados Unidos

O'Hara y Ye (2011)¹⁰ realizan un estudio sobre los efectos de la fragmentación en los mercados de acciones de EEUU. El análisis cubre más de 1.100 acciones cotizadas en

10 O'Hara, M. y Ye, M. (2011). «Is Market Fragmentation Harming Market Quality?». *Journal of Financial Economics*, vol. 100, no. 3, pp. 459-474.

los mercados de NYSE y NASDAQ¹¹ durante el periodo comprendido entre el 2 de enero y el 31 de marzo de 2008. Los autores concluyen que la fragmentación ha supuesto una reducción efectiva de los diferenciales de compraventa (*spreads*), así como un aumento en la velocidad de ejecución de las órdenes. Además, detectan un incremento en la volatilidad a corto plazo y un aumento de la eficiencia. En particular, el aumento de la eficiencia se refleja en que los precios de las acciones más fragmentadas son menos persistentes, lo que evidencia una absorción rápida de los nuevos flujos de información por parte de los mismos. También señalan que la competencia entre plataformas es especialmente beneficiosa para las acciones de pequeñas empresas, en las que se confirma una mejora de la liquidez.

Sin embargo, el estudio enfatiza un matiz muy relevante y que solo se da en los mercados de EEUU: la existencia de un libro de órdenes consolidado entre las diferentes plataformas de negociación como consecuencia de la norma NMS. Como se ha señalado antes, esta circunstancia hace de los mercados de EEUU un mercado único virtual con diferentes puntos de acceso (NYSE, NASDAQ, ArcaEx, etc.¹²). Para estos autores, los mercados de EEUU están físicamente fragmentados pero virtualmente consolidados. En este sentido, destacan que en el caso de Europa la irrupción de SMN está acelerando el movimiento de la negociación fuera de los mercados regulados tradicionales. A diferencias de los mercados de EEUU, la falta de información consolidada sobre precios y operaciones dificulta la existencia de un mercado virtual único en Europa.

Madhavan (2012)¹³ realiza un estudio sobre el episodio conocido como *flash crash* en el que, durante veinte minutos del día 6 de mayo de 2010, el índice DJIA registró la mayor caída en puntos (998,5) de la historia, para subir en menos de veinte minutos otros 600 puntos. De acuerdo con el autor, las variaciones más importantes de precios se produjeron en aquellas acciones cuya negociación estaba más fragmentada entre varias plataformas. Madhavan apunta que las imperfecciones en la conexión entre las diferentes plataformas hacen que la profundidad se resienta y que, en situaciones de *shock*, su impacto negativo sobre la formación de precios se intensifique.

Otros estudios recientes, centrados en los mercados de opciones de EEUU¹⁴, coinciden en señalar la reducción de los diferenciales de compraventa, que varios autores atribuyen al incremento de la competencia entre diferentes plataformas de contratación.

Así pues, las conclusiones de los trabajos más recientes centrados en EEUU son, en general, positivas respecto a la incidencia de la fragmentación sobre la calidad del mercado. Sin embargo, los primeros artículos publicados a finales de los años noventa encontraban evidencias en sentido contrario¹⁵. En el caso de los mercados de

11 Los autores utilizan una muestra de 1.166 acciones para NYSE y 1.588 para NASDAQ.

12 En 2006 NYSE adquirió el sistema multilateral de negociación (SMN) competidor Archipelago. Desde entonces esta plataforma opera bajo la denominación ArcaEx, dentro del grupo NYSE Euronext.

13 Madhavan, A. (2011). *Exchange-Traded Funds, Market Structure and the Flash Crash*.

14 De Fontnouvelle, P., Fische, R.P.H. y Harris, J.H. (2003), «The Behaviour of Bid-Ask Spreads and Volume in Option Markets during the Competition for Listings in 1999», en *Journal of Finance*, vol. 58, no. 6, pp. 2347-2464 y Mayhew, S. (2002), «Competition, Market Structure, and Bid-Ask Spreads in Stock Option Markets», en *Journal of Finance*, vol. 57, no. 2, pp. 931-958.

15 Porter, D.C. y Thatcher, J.G. (1998), «Fragmentation, Competition, and Limit Orders: New Evidence from Interday Spreads», en *Quarterly Review of Economics and Finance* 38 (1), pp. 111-128; Easley, D., Kiefer, N.M. y O'Hara, M. (1996), «Cream-Skimming or Profit-Sharing? The Curious Role of Purchased Order

EEUU se dan dos hechos diferenciales con respecto a los primeros trabajos: la entrada en vigor en 2005 de la normativa llamada *Trade-Through Rule* unida a unos mayores índices de fragmentación, que han llevado a una mayor competencia entre los mercados y proveedores de liquidez.

El cuadro 1 recoge la cuota de mercado de las diferentes plataformas de negociación de acciones operativas en EEUU, para cada una de las acciones constituyentes de los principales índices de referencia. De entre estos datos, destaca la baja cuota de mercado que mantiene la bolsa de Nueva York en las acciones del índice DJIA.

Cuota de mercado de las diferentes infraestructuras de negociación en EEUU a mayo de 2012

CUADRO 1

Índice	NASDAQ	NYSE	NYSE Arca	BATS	EDGX	Resto ¹
Dow Jones	23,8	21,9	15,3	11,3	9,01	18,7
S&P 500	25,5	23,1	14,9	11,4	8,4	16,7
NASDAQ 100	39,1	–	18,3	14,6	8,5	19,5

Fuente: Fidessa.

1 Incluye las bolsas regionales.

3.1.2 Europa

Degryse et al.¹⁶ realizan un análisis sobre el impacto de la fragmentación en la liquidez de 52 valores incluidos en dos índices holandeses AEX, uno para grandes empresas y otro para empresas medianas, durante el periodo comprendido entre 2006 y 2009. Las acciones de estos índices cotizan en varios mercados regulados (Euronext, Deutsche Börse, NASDAQ OMX) y SMN (Chi-X, Turquoise, BATS Trading). Utilizan varias aproximaciones a la liquidez del valor, como las órdenes por encima y por debajo del mejor precio (profundidad de los precios), el impacto sobre los precios y los diferenciales efectivos de compraventa.

Los autores diferencian los efectos de la fragmentación en dos ámbitos. En el primero se refieren a la liquidez global de las acciones y analizan todas las plataformas en las que cotizan los valores, mientras que en el segundo se centran exclusivamente en la liquidez local y estudian tan solo el mercado regulado tradicional. Esta diferenciación es relevante, puesto que la liquidez global es accesible para aquellos agentes que tienen un sistema inteligente de gestión de órdenes (*smart order routing system*) que les permite «buscar» en tiempo real la plataforma con mejores precios, mientras que los inversores minoristas suelen quedar limitados a los mercados regulados, salvo que operen a través de intermediarios que sí cuenten con estos sistemas.

Los resultados sobre los efectos de la fragmentación en la liquidez difieren en función del ámbito del análisis. Así, el efecto de la fragmentación en la liquidez global

Flow», en *Journal of Finance*, vol. 51, no. 3, pp. 811-833; y Bessembinder, H. y Kaufman, H.M. (1997), «A Cross-Exchange Comparison of Execution Costs and Information Flow for NYSE-Listed Stocks», en *Journal of Financial Economics*, vol. 46, no. 3, pp. 293-319.

¹⁶ *Op. cit.*

presenta un patrón no monótono¹⁷, en el sentido de que la fragmentación en varios mercados mejora la liquidez hasta que se supera un determinado nivel, a partir del cual la liquidez empeora. Por el contrario, cuando se considera la liquidez local, es decir la del mercado regulado tradicional, esta empeora conforme aumenta la fragmentación, lo que hace que aquellos inversores que solo puedan acceder a estos mercados resulten perjudicados. Por lo tanto, los beneficios potenciales de la fragmentación en términos de liquidez no son accesibles para todos los inversores, sino únicamente para aquellos que pueden acceder y elegir el mejor precio de entre todas las plataformas de negociación.

Foucault y Menkveld¹⁸ analizan el efecto de la fragmentación sobre las acciones holandesas negociadas hasta entonces exclusivamente en Euronext tras la incorporación a la plataforma alternativa EuroSETS¹⁹. Para ello, los autores desarrollan un modelo teórico que posteriormente contrastan con los precios de las 25 acciones del índice AEX en un periodo de 21 días antes de la entrada de la nueva plataforma, es decir, cuando solo es posible negociar en el mercado regulado, y en dos periodos posteriores de 21 días en los que el mercado regulado compite con EuroSETS.

Los resultados coinciden con los trabajos anteriormente mencionados: la liquidez del libro de órdenes consolidado mejora como consecuencia de la competencia entre plataformas. Los autores utilizan como definición de libro consolidado para cada acción la suma de títulos a la compra y a la venta en las dos plataformas, Euronext y EuroSETS. Sin embargo, y al igual que señalan los estudios anteriores, se perjudica a la liquidez accesible por parte de los participantes que no cuentan con un sistema de gestión de órdenes inteligente. Aquellos intermediarios e inversores que sí cuentan con los sistemas que permiten acceder a los mejores precios de las dos plataformas se benefician de la competencia entre los dos mercados, que reducen las comisiones de intermediación, y entre los proveedores de liquidez.

Gresse (2011)²⁰ analiza los efectos de la fragmentación de la liquidez de los valores incluidos en los índices FTSE 100, CAC 40 y un tercer índice construido por el autor que incluye los 40 valores del CAC más las 80 acciones más líquidas admitidas a negociación en Euronext París. El autor excluye los valores financieros, ya que, en su opinión, factores específicos afectaban a su liquidez y volatilidad, y establece cuatro periodos de análisis de un mes: uno antes de la entrada en vigor de la MiFID (octubre de 2007) y tres posteriores (enero, junio y septiembre de 2009).

El estudio concluye que después de la entrada en vigor de la MiFID la negociación se fragmentó de manera creciente en el tiempo entre las diferentes plataformas (los mercados regulados, Chi-x, BATS y Turquoise.). Además, observa que los diferenciales de compra y venta disminuyeron, al igual que el tamaño de las operaciones me-

17 Para medir la fragmentación de cada acción, los autores construyen diariamente el índice Herfindahl-Hirschman. Este índice tomaría el valor uno cuando la negociación esté concentrada en un único mercado y cero cuando haya fragmentación total.

18 Foucault, T. y Menkveld, A.J. (2008). «Competition for Order Flow and Smart Order Routing Systems», en *Journal of Finance*, 63, pp. 119-158.

19 Pertenece a la London Stock Exchange (LSE).

20 Gresse, C. (2011), *Effects of the Competition between Multiple Trading Platforms on Market Liquidity: Evidence from the MiFID Experience*.

días y la profundidad del mercado. De acuerdo con el autor, la disminución del tamaño medio de las operaciones y de la profundidad puede deberse al incremento de la negociación de alta frecuencia y no solo al efecto de la fragmentación. La reducción de los diferenciales fue mayor en la Bolsa de Londres (LSE), sujeta a mayor competencia por parte de Chi-X.

Cuota de mercado de las diferentes infraestructuras de negociación en Europa a mayo de 2012 (por índice de referencia)

CUADRO 2

Índice	Bolsa	Regulado	Chi-X ¹	Turquoise	BATS ¹	NYSE Arca
AEX	Euronext	60,2	28,0	6,44	4,9	
BEL 20	Euronext	65,7	20,9	8,44	4,2	
CAC 40	Euronext	62,6	24,8	6,7	4,7	
DAX	Deutsche Börse	66,5	23,6	5,68	3,3	0,01
FTSE 100	LSE	56,9	28,2	7,58	0,05	7,2
Ibex 35	BME	92,9	5,38	1,08	0,6	
FTSE MIB	Borsa Italia	80,3	14,3	3,01	2,22	
PSI 20	Euronext	76,2	13,0	7,49	3,2	
SMI	Swiss WX	68,8	20,8	5,11	4,9	0,4
OMX C20	NASDAQ OMX	75,3	15,5	4,85	4,1	0,03
OMX H25	NASDAQ OMX	68,0	21,8	5,09	4,8	0,04
OMX S30	NASDAQ OMX	63,9	21,9	5,31	4,9	0,01
Oslo OBX	Oslo	74,8	13,8	6,70	4,7	0,01

Fuente: Fidessa.

1 En noviembre de 2011 BATS Global Trading adquiere Chi-x Europe.

En el cuadro 3 se recogen las cuotas de mercado de los diferentes mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación en los que es posible negociar las acciones que componen los principales índices de referencia europeos. Es muy destacable la intensidad de la competencia a la que está sometida la Bolsa de Londres (LSE) en las acciones que forman el índice FTSE 100. En los trabajos de Gil de Blas et al. (2011)²¹ y González Pueyo (2010)²² se analizan la evolución y las causas de la diversidad de cuotas de mercado logradas por los SMN en los diferentes países europeos en los que operan.

21 *Op. cit.*

22 González Pueyo, J. (2010). *Proceso de consolidación de las infraestructuras de mercado*. CNMV, Documento de trabajo nº 39.

Plataforma	Cuota de mercado
LSE Group	20,3
BATS Chi-x Europe	18,7
Euronext	13,05
Deutsche Börse	10,4
BME	9,8
NASDAQ OMX Nordic	5,3
SIX Swiss	5,1
Turquoise	4,0
Oslo	1,0
Otras plataformas	5,0

Fuente: Thomson Reuters.

3.2 Fragmentación de la liquidez en segmentos opacos e internalización

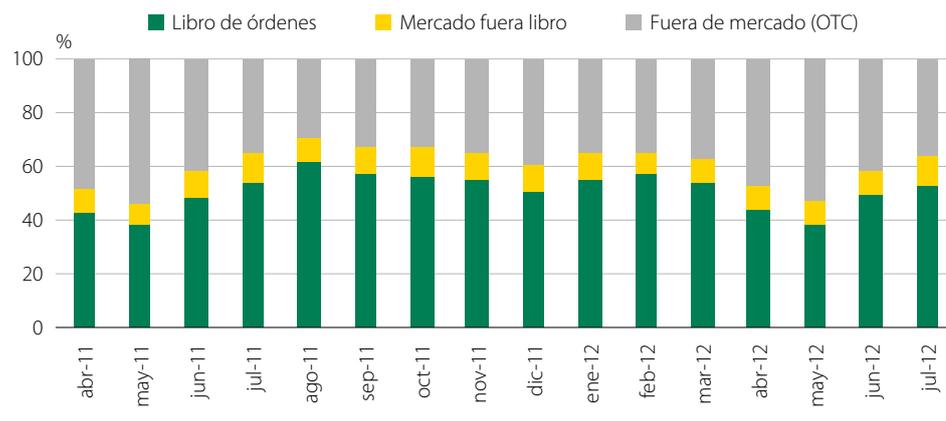
En relación con la fragmentación producida por el case de operaciones de clientes por parte de los intermediarios sin remitirlas al mercado (internalización), Weaver (2011)²³ destaca el incremento de este tipo de operaciones en los mercados de valores de EEUU. De acuerdo con los datos utilizados en ese análisis, en la Bolsa de Nueva York (NYSE) las operaciones realizadas al margen del libro de órdenes (*dark pools* más internalización) supondrían el 25% del total, el 32% para el NASDAQ y el 39% para el American Stock Exchange (AMEX).

Weaver encuentra evidencia de una relación negativa entre internalización y calidad de mercado, medida como la amplitud de los diferenciales de compra y venta y la volatilidad. Así, cuando la internalización en un valor aumenta, también lo hace el impacto sobre los precios de las órdenes medias.

Por lo que respecta a Europa, el gráfico 1 destaca la evolución de las operaciones realizadas al margen de las bolsas, que revela una importante proporción de operaciones realizadas fuera de mercado (*over the counter*, OTC), es decir al margen de las plataformas de negociación (mercados regulados y SMN). En consecuencia, estas operaciones y su información sobre oferta y demanda no participan en el proceso de formación de precios que tiene lugar en los mercados regulados y los SMN. Es más, las operaciones fuera de mercado suelen utilizar como referencia los precios de los mercados regulados²⁴. Con ello se estaría perdiendo una parte significativa y creciente de la confluencia de participantes en el mercado y los precios de referencia se marcarían en los mercados regulados, donde además la actuación de inversores institucionales podría ser cada vez menor.

23 Weaver, D. (2011). *Internalization and Market Quality in a Fragmented Market Structure*. Rutgers Business School, Working Paper.

24 Véase Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (2011), *Principles for Dark Liquidity*, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD353.pdf>



Fuente: Thomson Reuters, mayo de 2012.

La estrategia del resto de las plataformas de contratación (SMN, internalizadores sistemáticos y *dark pools*) se asemeja a la de los mercados de derivados, en el sentido de que utilizan como referencia los precios del mercado regulado. Sin embargo, conviene tener presente que los mercados de derivados más líquidos (especialmente los derivados sobre materias primas) suelen ser utilizados por el sector productor del subyacente como referencia de precios. En el actual proceso de fragmentación, podría darse el caso de que los mercados regulados, con menor liquidez que los SMN y los segmentos opacos en los que también se negocian los valores listados en aquellos, continúen siendo utilizados como referencia respecto a los precios de estos activos.

4 Iniciativas normativas para mitigar los efectos negativos de la fragmentación

Las principales preocupaciones de los supervisores y participantes en los mercados en torno a la fragmentación de la negociación son su efecto sobre la dispersión de la liquidez en varias plataformas, las consecuencias sobre la formación de los precios de los activos y las dificultades para agregar los precios dispersos de las diferentes plataformas de manera accesible y temporalmente oportuna para los inversores.

Existen dos alternativas de consolidación de datos sobre negociación que podrían facilitar a los inversores el acceso a la información sobre precios de los activos negociados en mercados regulados y SMN. La primera es la consolidación de precios. Se trata de que cada plataforma de negociación muestre, en cada momento, el mejor precio de compra y venta para cada activo, obtenido a partir de todas las plataformas en las que se negocia. Este tipo de consolidación se basa, por tanto, en la pretransparencia de los precios.

Esta modalidad de consolidación puede conseguirse mediante la iniciativa privada. En efecto, actualmente la ofrecen muchos intermediarios a sus clientes mediante programas informáticos y conexiones entre mercados o mediante una normativa específica similar al sistema vigente en EEUU y que se comenta a continuación.

En EEUU, desde el año 2005, existe la norma *Order Protection Rule*, también conocida como *Trade-Through Rule*, por la cual se garantiza que los inversores obtengan en cada momento el mejor precio existente con independencia de la plataforma de negociación en la que intervengan. La norma obliga a cada plataforma a ejecutar las órdenes en aquel mercado que ofrece el mejor precio, remitiendo la orden a un mercado competidor si este ofrece un mejor precio.

Esta norma ha resultado controvertida, aunque la evidencia recogida por varios trabajos académicos sugiere que ha propiciado la consecución de un único mercado virtual en EEUU. Entre otras críticas a la norma, se argumenta que los inversores tienen el derecho a enviar las órdenes a los mercados que elijan considerando otros factores además del precio, como, por ejemplo, la rapidez de la ejecución.

Hoffmann (2010)²⁵, en su análisis de la negociación de los valores integrantes de los índices CAC 40 y DAX 30 en el SMN Chi-x y los mercados regulados Euronext París y Deutsche Börse Xetra, concluye que la inexistencia de reglas como la *Trade-Through Rule* hace que los mercados regulados mantengan la mayoría de las órdenes provenientes de inversores con menos información. El principal motivo por el cual los inversores menos informados se mantienen en los mercados regulados es su falta de acceso a sistemas que les permitan dirigir las órdenes a los mercados con mejores precios (*smart order routing systems*). Por el contrario, a los SMN acceden la mayoría de participantes informados y los suministradores de liquidez o creadores de mercado incurrir en mayores riesgos de selección adversa, lo que puede perjudicar la liquidez de las plataformas alternativas. Los suministradores de liquidez podrían ser más reacios a proveer precios de compra y venta si consideran que el resto de agentes tiene mejor información que ellos y pueden aprovecharla en su contra.

La segunda alternativa es la consolidación de la negociación. Consiste en la agregación de datos sobre precios, volúmenes, fecha y hora y plataforma en la que se han ejecutado todas las negociaciones efectuadas en cada activo. En este caso, la alternativa se basa en los requisitos de postransparencia, es decir, en la disponibilidad de información agregada sobre las operaciones ya efectuadas, aunque ello no serviría para que los inversores tengan acceso a información de los mejores precios de compra y venta de todas las plataformas en tiempo real.

Esta parece ser la alternativa elegida por los reguladores en Europa, que se añadiría al vigente principio de mejor ejecución, por el que se impone a los miembros de los mercados la obligatoriedad de conseguir los mejores resultados posibles para las operaciones de sus clientes. La propuesta de revisión de la MiFID²⁶, de octubre de 2011, incluye la posibilidad de adoptar de manera obligatoria un sistema de reporte de operaciones consolidado. La información pública disponible sobre la reforma, que incluye una consulta al sector, prevé la consolidación de la información sobre las operaciones ya realizadas (postransparencia), pero no la incorporación de una norma que obligue a ejecutar las órdenes en el mercado con mejor precio.

25 Hoffmann, P. (2010). *Adverse selection, transaction fees, and multi-market trading*. Job Market paper.

26 *Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se deroga la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo*, disponible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0656:FIN:es:PDF>

En concreto, la consulta pública de la reforma de la MiFID incluye tres opciones para lograr la consolidación de las operaciones:

1. Que la consolidación la realice una única entidad sin ánimo de lucro constituida mediante un acto normativo. La entidad deberá demostrar que puede mantener la información recibida con un alto grado de seguridad, que tiene los medios para recibir, almacenar y consolidar la información, poseer planes de contingencia y solventar posibles conflictos de interés.
2. Que exista una única entidad comercial elegida mediante subasta pública que cumpla los mismos requisitos de recepción, consolidación y puesta a disposición del público de los datos sobre operaciones.
3. Que se permita la competencia de varias entidades, previa aprobación por las autoridades competentes sujetas al cumplimiento de los requisitos exigibles.

Con respecto a la fragmentación de la liquidez en segmentos opacos de liquidez (*dark pools*), el Comité Técnico de IOSCO²⁷ hizo públicos en mayo de 2011 unos principios con el objetivo de hacer frente a varios aspectos supervisores planteados por la negociación al margen de los requisitos de transparencia. Los seis principios de IOSCO están diseñados para:

- Minimizar el impacto del incremento de la utilización de *dark pools* y órdenes sin pretransparencia en los mercados mediante el fomento de la utilización de órdenes con requisitos de pretransparencia, a las que se daría prioridad.
- Mitigar el efecto de cualquier fragmentación potencial de la información y de la liquidez promoviendo la consolidación de la información sobre pre y post-transparencia.
- Asegurar a los supervisores el acceso a la información necesaria para el seguimiento de la negociación en *dark pools* y órdenes sin pretransparencia.
- Asegurar a los participantes la información suficiente para conocer el proceso de transmisión y ejecución de órdenes en los segmentos opacos.

4 Conclusiones

Durante los últimos años, la fragmentación de la liquidez en los mercados de valores entre diferentes plataformas y segmentos de contratación ha aumentado como consecuencia de los avances tecnológicos, la entrada de nuevos participantes y las modificaciones normativas, que han posibilitado la competencia entre diferentes mercados. Esta fragmentación, junto con la denominada «liquidez oculta» (*dark liquidity*) y la negociación de alta frecuencia (*high frequency trading*) están modificando la microestructura y la operativa de los mercados de valores. Los beneficios

²⁷ *Op. cit.*

potenciales de estos cambios profundos en los mercados pueden estar dejando al margen a los inversores minoristas, debido a sus dificultades naturales de acceso a las inversiones, al conocimiento y a las infraestructuras de conexión a las nuevas plataformas y segmentos opacos necesarios para explotar el nuevo entorno de negociación. Además, esta nueva estructura altamente fragmentada podría tener efectos no deseados en términos de estabilidad, exacerbando el impacto de determinadas perturbaciones, aunque la evidencia empírica acumulada hasta el momento en torno a este aspecto es todavía escasa.

Uno de los aspectos esenciales a considerar es el efecto de la fragmentación sobre la calidad de la formación de los precios de los activos cuando no toda la oferta y la demanda de un valor confluyen en un único punto de negociación. El aspecto clave a considerar es cómo se consolidan las diferentes plataformas, de manera que se consiga un único libro de órdenes que permita explotar las externalidades de red latentes en las infraestructuras de negociación. En EEUU se ha logrado alcanzar, en la práctica, un único mercado virtual mediante una iniciativa normativa, la *Trade-Through Rule*. En el resto de los países, incluidos los de la Unión Europea, solo algunos intermediarios y participantes pueden conseguirlo mediante sistemas de gestión de órdenes inteligentes (*smart order routing systems*), debido a las dificultades para acceder a esta tecnología. Los análisis empíricos más recientes coinciden en destacar que cuando se consigue un mercado único virtual, mejora la liquidez y se reducen los diferenciales de compraventa. No obstante, algunos autores han señalado también que se ha producido una disminución de la profundidad del mercado y del tamaño medio de las operaciones, que podría deberse al incremento de las operaciones de alta frecuencia. Algunos expertos señalan, en particular, que la profundidad del mercado para las acciones pequeñas se ve especialmente reducida como consecuencia de la fragmentación.

Por otro lado, la evidencia empírica sugiere que se ha producido un desplazamiento de la actividad desde los inversores institucionales tradicionales hacia segmentos de negociación sin requisitos de pretransparencia (*dark pools*) con el objeto, entre otros, de evitar la interposición de los negociadores de alta frecuencia. En este caso, estos segmentos opacos utilizan como referencia los precios de los mercados regulados. Este fenómeno contribuye a la fragmentación, dado que deja fuera una parte de la oferta y la demanda de cada valor que no interactúa en el proceso de determinación de los precios. La tendencia a que los sistemas multilaterales y los segmentos opacos utilicen como referencia los precios de los mercados regulados podría hacer que, por un lado, el proceso de formación de los precios pierda información y que, por otro, estos se fijen con referencia a un número decreciente de operaciones en los mercados regulados.

Con respecto a las iniciativas reguladoras iniciadas para abordar la fragmentación, los enfoques van desde la normativa de EEUU, por la que cada plataforma de negociación debe mostrar obligatoriamente el mejor precio de compra y venta con independencia del mercado en que se cotice, a la consolidación de la información sobre posttransparencia, que parece ser la alternativa prevista para Europa en la modificación de la Directiva MiFID. La primera opción, implementada en EEUU desde 2005 mediante la *Order Protection Rule*, permitiría lograr un mercado único virtual, como así parecen contrastar diversos estudios académicos. La alternativa de consolidación de información sobre precios permitiría mejorar la eficiencia de la supervisión a posteriori de la negociación, especialmente para los valores más fragmentados, que suelen coincidir con los más negociados en cada país.

Competencia y estructura de la industria de fondos de inversión en España: el papel de las entidades de crédito

M^a Isabel Cambón y Ramiro Losada (*)

(*) M^a Isabel Cambón y Ramiro Losada pertenecen al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.

1 Introducción

En algunas industrias, el hecho de que los costes de realizar adquisiciones en varios proveedores puedan ser demasiado elevados (*switching costs*¹) o resulte demasiado complejo localizar los mejores proveedores de los productos que se desean comprar (costes de búsqueda) hace que los compradores prefieran concentrar sus adquisiciones en un vendedor único². Ejemplos de este comportamiento se pueden encontrar en industrias de carácter no financiero orientadas hacia la distribución comercial, en particular en los supermercados, pero también en la industria financiera, debido a que muchos usuarios de servicios financieros prefieren centralizar todas sus operaciones financieras en una única entidad.

En este tipo de industrias, la tipología y la diversidad de los productos ofrecidos por las empresas son susceptibles de convertirse en variables estratégicas importantes, que pueden acabar incidiendo en la estructura y en las condiciones de competencia del mercado. Así, en una industria en la que los demandantes prefieren comprar en empresas que les ofrecen una amplia variedad de productos, las empresas compiten entre ellas incrementando dicha oferta. Si estos efectos cruzados de demanda son fuertes, las empresas tienen más incentivos a ofrecer una variedad mayor de productos y conseguir así un mayor poder de mercado.

De acuerdo con Gavazza (2011)³ se puede considerar que la industria de fondos de inversión es un terreno natural para estudiar la presencia de efectos cruzados de demanda y el papel que juega la variedad de los productos ofrecidos. En esta industria es razonable pensar que la mayoría de los compradores de fondos de inversión prefieren realizar sus inversiones a través de una misma entidad financiera o de un mismo intermediario. Esta preferencia por concentrar las operaciones financieras en una misma entidad cobra una relevancia especial en el caso español, donde predomina el modelo de banca universal con una fuerte proximidad a sus clientes. Este modelo de banca, en contraposición con el de banca especializada (o modelo anglosajón), en el que las entidades de crédito son de dos tipos, bancos comerciales y bancos de negocios, se caracteriza tanto por la prestación de todo tipo de servicios típicamente bancarios y de servicios de inversión, como por la promoción empresarial y la participación en el capital de las empresas a través de una tupida red de oficinas.

La banca española ha seguido una estrategia de crecimiento a lo largo de los últimos años basada en la proximidad física al cliente que ha dado lugar a un aumento considerable del número de oficinas a lo largo de todo el territorio español. Así, el número de habitantes por sucursal se situaba en torno a 1.000 en septiembre de 2010, lo que contrasta con las ratios considerablemente superiores observadas en otras economías avanzadas (por ejemplo, en la UE, EEUU y Reino Unido, la ratio se sitúa

1 En la mayoría de las ocasiones, cuando un cliente de una entidad de crédito decide cerrar su cuenta y cancelar los productos que tiene contratados con esa entidad para trasladarlos a otra entidad de crédito sufre diversos costes, entre ellos de tiempo y monetarios.

2 Véase, por ejemplo, P. Klempner y J. Padilla (1997), «Do firm's product lines include too many varieties?», en *RAND Journal of Economics*, vol. 28, pp. 557-582.

3 Gavazza, A. (2011). «Demand spillovers and markets outcomes in the mutual fund industry», en *RAND Journal of Economics*, vol. 42, pp. 776-804.

en torno a 2.000, 3.000 y 5.000 habitantes por oficina, respectivamente). La elevada capilaridad de la red comercial de la banca española también se aprecia en el número de cajeros disponibles.

El modelo de banca española minorista existente en la década anterior a la crisis se caracterizaba, por tanto, por una elevada presencia de entidades de crédito nacionales⁴ con múltiples oficinas, a menudo con no más de dos o tres trabajadores⁵. Las oficinas ofertaban todo el abanico disponible de operaciones financieras a sus clientes, ya fuera en la forma de financiación (vivienda y consumo) o de productos de inversión, no solo el tradicional del depósito bancario, sino también otros productos financieros más sofisticados, entre ellos los fondos de inversión⁶. Este modelo de distribución minorista contrasta con el observado en EEUU, donde la presencia de asesores financieros, no necesariamente asociados a una entidad bancaria, así como la compra directa de fondos por parte de los inversores, es mucho más relevante.

Además de los indicios que sugieren una preferencia elevada por parte de los consumidores de servicios financieros, particularmente en España, por concentrar sus operaciones financieras en una única entidad, existe una segunda razón por la cual la industria de fondos de inversión es adecuada para investigar la existencia y la intensidad de los efectos cruzados de demanda. Esta industria se puede segmentar en dos grupos atendiendo a la tipología del inversor, minorista y mayorista, para los que presumiblemente dichos efectos cruzados de demanda pueden ser diferentes. En general, es razonable suponer que los inversores mayoristas son más sofisticados en términos financieros, por lo que sus costes de cambiar de inversión entre fondos de diferentes gestoras serían menores y su habilidad para encontrar fondos con un mayor rendimiento esperado (o menores costes) sería mayor. Por tanto, la variedad de la oferta de fondos dentro de una sociedad gestora debería ser, a priori, mayor en el segmento minorista de fondos de inversión, al ser estos inversores los que incurrirían en mayores costes para encontrar inversiones satisfactorias en otras gestoras.

Si este fuera el caso, las gestoras que comercializan fondos de inversión en el segmento minorista tendrían incentivos a incrementar su oferta de fondos (en número y/o en vocaciones). Con esta estrategia, aumentarían su cuota de mercado en la industria y podrían cargar mayores precios (comisiones en este contexto) a sus consumidores. En último término, dada esta estrategia, se debería observar un grado de concentración más elevado en este segmento de fondos.

Los datos preliminares que muestra la industria de fondos de inversión española para el periodo 1995-2010, que se describen en la siguiente sección, sugieren que los efec-

4 En el año 2009, en España los activos de las entidades de crédito nacionales concentraban en torno al 90% de los activos bancarios totales, un porcentaje superior al 73% observado para el promedio de la UE.

5 Para un estudio más detallado sobre las tendencias estratégicas en la gestión bancaria, véase S. Fernández de Lis y A. García Mora (2008), «Algunas implicaciones de la crisis financiera sobre la banca minorista española», en *Revista de Estabilidad Financiera*, nº 15, pp. 55-72 o J. Delgado, D. Pérez y V. Salas (2003), «Especialización crediticia y resultados de la banca europea», en *Revista de Estabilidad Financiera*, nº 5, pp. 273-294.

6 La elevada importancia de la sucursal bancaria en la prestación de servicios financieros ha sido documentada por Datamonitor (2001), *Impact 2001 Survey*. En este estudio se muestra que el canal de distribución más utilizado por los usuarios de banca en España era la sucursal (cerca de un 90%, frente al 80% de la media europea), en contraste con el uso más residual de otras vías como la banca telefónica o Internet.

tos cruzados de demanda pueden jugar un papel relevante en esta industria y, que, además, parecen más intensos en el caso del segmento minorista de fondos. En particular, se observa que (1) el número medio de fondos ofrecido por las gestoras en el segmento minorista es mucho mayor que el correspondiente en el mayorista, (2) las comisiones aplicadas a los fondos minoristas son superiores a las de los fondos mayoristas y (3) la concentración de las SGIIC es superior en el segmento minorista.

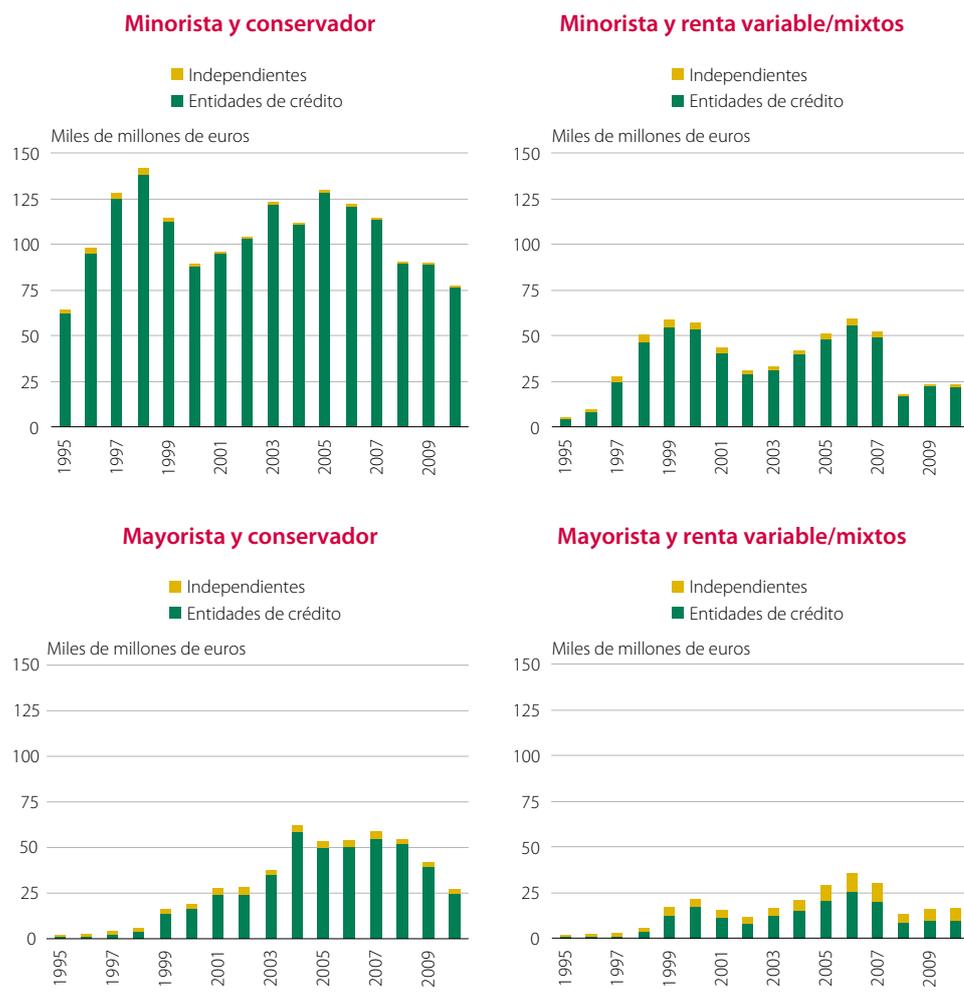
Este artículo, que sigue la línea marcada por Gavazza (2011) para la industria de fondos en EEUU entre 1999 y 2007, pretende contribuir a la literatura relacionada con los fondos de inversión desde dos puntos de vista⁷. En primer lugar, trata de explicar las condiciones de competencia en la industria de inversión española utilizando determinados patrones de demanda que, en este caso, incorporan la preferencia de los consumidores por la variedad y/o la profundidad de la oferta de productos. En segundo lugar, ofrece una comparación con los patrones identificados en la industria estadounidense respecto a la presencia de efectos cruzados en la demanda de fondos de inversión y a las diferencias en su intensidad entre los segmentos mayorista y minorista.

El artículo se estructura de la siguiente manera: en la segunda sección se presentan las principales características de la oferta de fondos de inversión en España entre los años 1995 y 2010, haciendo un énfasis especial en las condiciones de competencia de la industria. En la tercera sección se describen los datos a utilizar, el modelo empírico que se va a estimar y las principales variables del mismo. En la sección cuarta se presentan los resultados del análisis empírico. Finalmente, en la quinta sección se ofrecen las principales conclusiones del estudio.

2 Características de la competencia en la industria de fondos de inversión

El número de fondos de inversión en España, así como su patrimonio, experimentó un gran crecimiento en el periodo 1995-2010, si bien se puede dividir el periodo considerado en cuatro subperiodos. Primero, entre 1995 y 2000 la industria mostró una gran expansión tanto en el número de fondos como en el patrimonio gestionado. Este aumento se debió a la popularización de este tipo de instrumentos financieros entre los inversores, sobre todo entre los minoristas. En los años 2001 y 2002 la industria se contrajo como consecuencia del pinchazo de la burbuja tecnológica, que se vio reflejado en un descenso notable en el patrimonio de los fondos de inversión, si bien su número permaneció estable. Coincidiendo con el fuerte crecimiento económico que experimentó la economía española entre los años 2003 y 2007 se produjo una nueva expansión, tanto en el número de fondos como en el volumen de patrimonio bajo gestión. En la última etapa objeto de estudio, 2008-2010, tanto el número de fondos como su patrimonio experimentaron notables descensos como consecuencia de la crisis financiera que comenzó en 2007.

7 El presente artículo tiene como objetivo divulgar las principales conclusiones de un trabajo más extenso recientemente publicado en el marco de la serie Documentos de Trabajo de la CNMV (Cambón, M.I. y Losada, R. (2012). *Competencia y estructura de la industria de fondos de inversión en España: el papel de las entidades de crédito*. CNMV, Documento de Trabajo nº 54).



Fuente: CNMV.

1 Se consideran fondos conservadores los FIAMM, todos los fondos de renta fija y los fondos garantizados. Los fondos de renta variable y mixtos incluyen también a los fondos globales.

La mayor parte del patrimonio de los fondos de inversión fue gestionado durante el periodo analizado por gestoras pertenecientes a entidades de crédito. En concreto, este tipo de gestoras administró entre el 92% y el 95% del patrimonio invertido en fondos de inversión. Las gestoras independientes solo tuvieron una presencia destacada en el segmento de fondos de renta variable y mixta⁸ destinados a inversores mayoristas⁹ (véase gráfico 1).

8 Se consideran fondos conservadores los FIAMM, todos los de renta fija y los garantizados. Los fondos de renta variable y los mixtos incluyen también a los fondos globales.

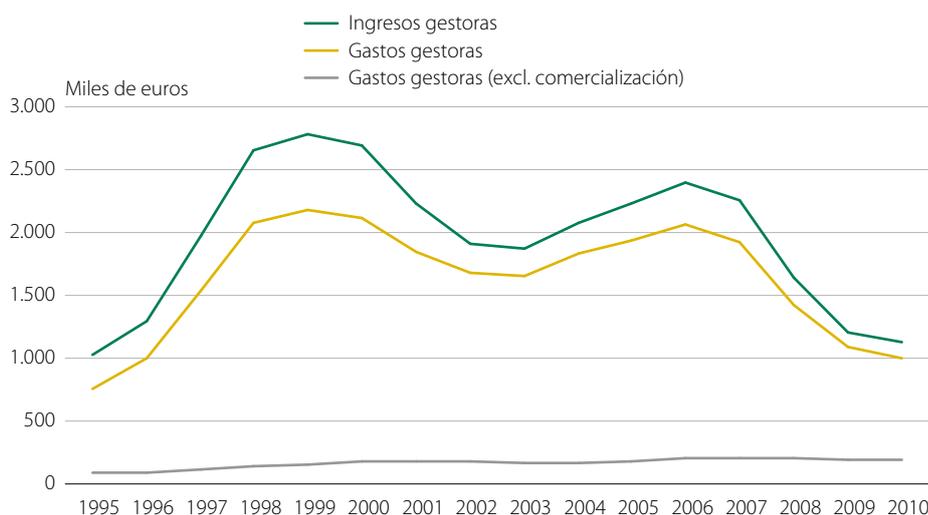
9 Los fondos de inversión se han dividido entre fondos mayoristas y minoristas atendiendo a los siguientes criterios: entre 1995 y 1998, se considera fondo mayorista aquel con un porcentaje mayor del 50% de su patrimonio en manos de inversores cuya participación mínima es de 180.000 euros. Desde el año 1999 hasta el año 2010 y debido a un cambio en la circular de los estados reservados que las gestoras deben enviar para su supervisión, los criterios para separar los fondos entre mayoristas y minoristas son diferentes. En este periodo, los FIAMM y los fondos de renta fija a corto plazo se consideran mayoristas si más del 50% de su patrimonio está en manos de inversores cuya participación mínima es de 300.000

Otra de las características más relevantes de la industria de fondos de inversión en este periodo fue la elevada importancia del patrimonio concentrado en fondos de inversión de carácter minorista y conservador (en promedio, un 60% del patrimonio). En menor medida, destacó la importancia del patrimonio de los fondos de renta variable y mixtos (minoristas y mayoristas), en promedio un 18% del total, así como la de los fondos conservadores destinados a inversores mayoristas, que representaron el 15% del patrimonio total¹⁰.

En relación con las características de la competencia entre las gestoras de fondos de inversión, cabe señalar, en primer lugar, el hecho de que los beneficios agregados de estas entidades dependen en gran medida del patrimonio gestionado y, por extensión, del ciclo económico. Sin embargo, si se analizan por separado los ingresos y los gastos, se puede observar que no todos sus componentes muestran una evolución similar a la del patrimonio gestionado. En particular, si se consideran todos los costes en los que incurre una sociedad gestora excepto los de comercialización, se puede observar que su tendencia permanece prácticamente invariable a lo largo del tiempo (véase gráfico 2).

Ingresos y gastos de las gestoras¹

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV.

1 Los datos están expresados en euros constantes. Se ha tomado como referencia el año 1995.

Por su parte, los costes de comercialización en los que incurren las gestoras dependen del patrimonio gestionado. Dado que las gestoras que pertenecen a entidades de crédito comercializan sus fondos fundamentalmente a través de la red de sucursales del grupo, cabría esperar que sus partícipes se beneficiasen en gran medida de las economías de escala y alcance asociadas a la integración en el mismo grupo financiero de la gestora y de la red de comercialización. Sin embargo, las comisiones de co-

euros. El resto de fondos se considera mayorista cuando más del 50% de su patrimonio está en manos de inversores cuya participación mínima es de 150.000 euros.

10 Para un mayor detalle sobre la oferta de fondos de inversión en España durante el periodo 1995-2010, véase M.I. Cambón y R. Losada (2012), «Evolución de las sociedad gestoras de fondos de inversión y de su oferta desde 1995 hasta 2010», en el *Boletín Trimestral* de la CNMV, I trimestre, pp. 87-108.

comercialización cargadas por los distribuidores del grupo no necesariamente reflejan estas economías, dado que pueden incorporar importantes extracciones del excedente del consumidor propiciadas, sobre todo, por los factores que limitan su movilidad entre instituciones financieras (costes de cambio de proveedor, costes de búsqueda, limitada formación financiera, etc.).

Hay indicadores que apuntan a que el poder de mercado de las gestoras que pertenecen a entidades de crédito es considerable. Así, por ejemplo, los costes de este tipo de gestoras cuando se excluyen las comisiones de comercialización son muy pequeños en relación con sus ingresos, y en cualquier caso sensiblemente menores que los de las gestoras independientes. Además, aun cuando el número de SGIIC es elevado, la cuota de mercado de las cuatro mayores gestoras, todas ellas pertenecientes a entidades de crédito, osciló entre el 36,2% en 1995 y el 49,2% en 2010, con un máximo del 57,4% en 2003. Por último, se debe resaltar que la entrada de nuevas SGIIC no fue intensa durante el periodo analizado¹¹.

El poder de mercado del que disfrutaban las SGIIC en España no es una característica que se observe solo en la industria de fondos española. Gruber (1996)¹² y Korkeamaki y Smythe (2004)¹³ encontraron evidencia empírica para las industrias de EEUU y Finlandia acerca de la existencia de economías de escala de las que no se benefician los inversores finales. Ferreira y Ramos (2009)¹⁴ calcularon un índice de Herfindahl¹⁵ para la industria de fondos en España del 0,1 en el año 2006, similar a la media del índice de una muestra de países de la zona del euro (0,12), en concreto Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Italia, Países Bajos y Portugal.

Para entender estas evidencias es conveniente segmentar el mercado de fondos entre los que tienen como objetivo a los inversores minoristas y los que se dirigen a los mayoristas. La idea subyacente detrás de esta división radica en el hecho de que la demanda que proviene de ambos mercados pertenece a inversores de dos segmentos diferenciados y, por ello, sus demandas podrían presentar características diferentes.

En este mismo artículo se demuestra que los inversores minoristas prefieren a las gestoras que ofrecen una gran variedad de fondos. Esto se observa en el hecho de que una gestora que amplía su número de fondos incrementa su cuota de mercado a través del nuevo fondo y a través de un aumento en el patrimonio de sus otros

11 El número medio anual de gestoras que comenzaron a operar en el periodo 1995-2010 fue de dos. Esto es coherente con las predicciones de Schmalensee (1978), «Entry deterrence in the ready-to-eat cereal industry», en *Econometrica*, vol. 9, pp. 305-37 y Shaked and Sutton (1990), «Product differentiation and industrial structure», en *Journal of Industrial Economics*, vol. 9, pp. 305-327, que mostraron que la entrada de nuevas empresas en industrias donde las empresas ofrecen una gran variedad de productos es muy limitada.

12 Gruber, M. (1996). «Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds». *Journal of Finance*, vol. 51, pp. 783-807.

13 Korkeamaki, T. y Smythe, T.I. (2004). «Effects of market segmentation and bank concentration on mutual fund expenses and returns: evidence from Finland». *European Financial Management*, vol. 10, pp. 403-456.

14 Ferreira, M.A. y Ramos, S. (2009). *Mutual fund industry competition and concentration: International evidence*. SSRN working paper.

15 El índice de Herfindahl se calcula elevando al cuadrado la cuota de mercado que cada empresa posee y sumando esas cantidades y permite medir cuál es el grado de competencia que existe en una industria. Los posibles valores de este índice van desde 0, que refleja una competencia perfecta, a 1, que refleja una industria dominada por un monopolio.

fondos. Estos efectos cruzados llevan a las gestoras a ofrecer un gran número de fondos a unas comisiones relativamente altas. Además, introduce las condiciones necesarias para que la industria de fondos tenga una estructura de mercado donde unas pocas gestoras tienen una gran cuota de mercado.

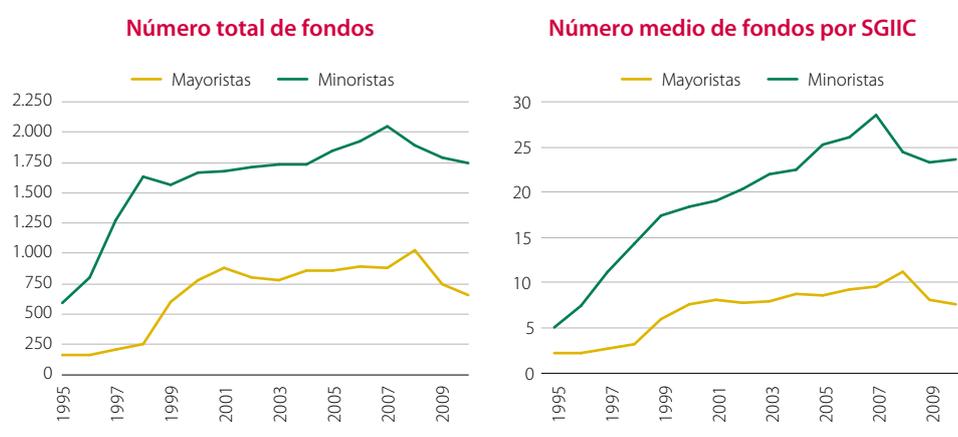
En general, los inversores minoristas suelen realizar sus inversiones en fondos a través de una única gestora, ya que la búsqueda del fondo más adecuado por parte de este tipo de inversores suele ser un proceso muy costoso. Supondría para ellos conocer y analizar un gran número de fondos de distintas gestoras, por lo que prefiere no incurrir en este coste aunque el fondo que compre de su gestora (normalmente perteneciente a la entidad de crédito donde tiene sus productos financieros) no sea el óptimo y exista otro en el mercado más adecuado en relación a su perfil inversor. Por ello, cuanto más amplio y variado sea el catálogo de fondos de una gestora, más variedad y facilidad de inversión tendrán sus inversores minoristas sin tener que recurrir a fondos de otras gestoras.

En el mismo artículo se señala que los inversores mayoristas en fondos de inversión suelen presentar otro patrón de demanda. Este tipo de inversores tiene un conocimiento financiero superior que les permite comparar los fondos existentes en el mercado y comprobar cuál es el que mejor se adecua a su perfil de inversión. También incurren con más frecuencia en el coste de buscar los fondos con mayores rentabilidades y/o menores comisiones y no suelen presentar un grado de fidelización tan elevado respecto a una gestora determinada.

Si la teoría de este autor fuera cierta para el caso español, en el segmento minorista, en comparación con el segmento mayorista, se esperaría que las gestoras ofrecieran un número mayor de fondos y/o vocaciones, que los fondos cargaran mayores comisiones y que las cuotas de mercado estuvieran más concentradas en un número reducido de gestoras. Como se puede comprobar en el gráfico 3, en España, el número de fondos disponible para el público minorista fue más del doble del disponible para segmento mayorista durante el periodo considerado. También se observa que el número medio de fondos que las gestoras ofrecieron a los inversores minoristas fue muy superior al que se ofreció a los inversores mayoristas.

Número total y medio de fondos gestionados por SGIC en los mercados mayorista y minorista

GRÁFICO 3

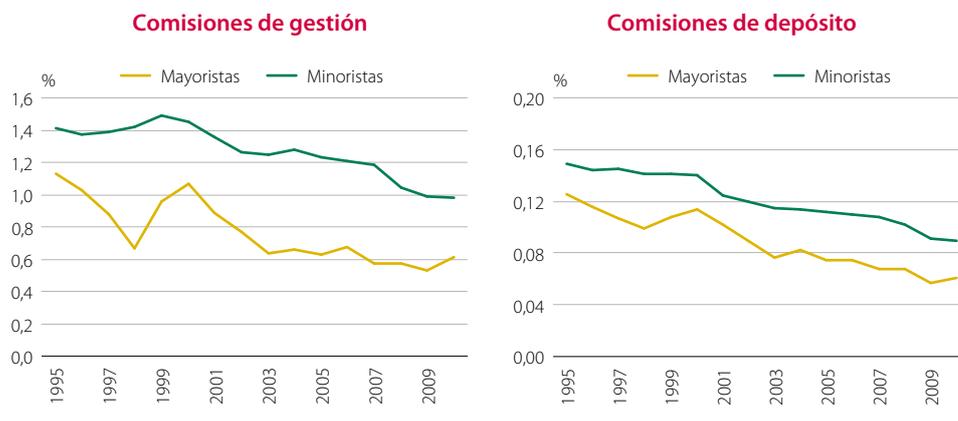


Fuente: CNMV.

Por otra parte, en el gráfico 4 se puede comprobar el hecho de que las comisiones que se cargaron a los inversores minoristas fueron mayores que las que se cargaron a los inversores mayoristas. Además, las SGIIC que pertenecen a entidades de crédito fueron capaces de cargar mayores comisiones a sus clientes que las SGIIC independientes, lo que apuntaría a la existencia de un mayor poder de mercado que estas entidades ejercerían a través de las redes comercializadoras de sus matrices.

Comisiones de gestión y depósito

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV.

Una evidencia que apoya esta última afirmación radica en el hecho de que este tipo de gestoras concentra gran parte de la inversión minorista. En concreto, en el periodo 1995-2010, estas gestoras gestionaron una media del 96,4% del total del patrimonio de los inversores minoristas. En cambio, las gestoras independientes se centraron más en el segmento mayorista, concretamente en el sector mayorista de fondos de renta variable y mixta. En este segmento de fondos, las gestoras independientes gestionaron en el periodo analizado una media del 36,4% del patrimonio.

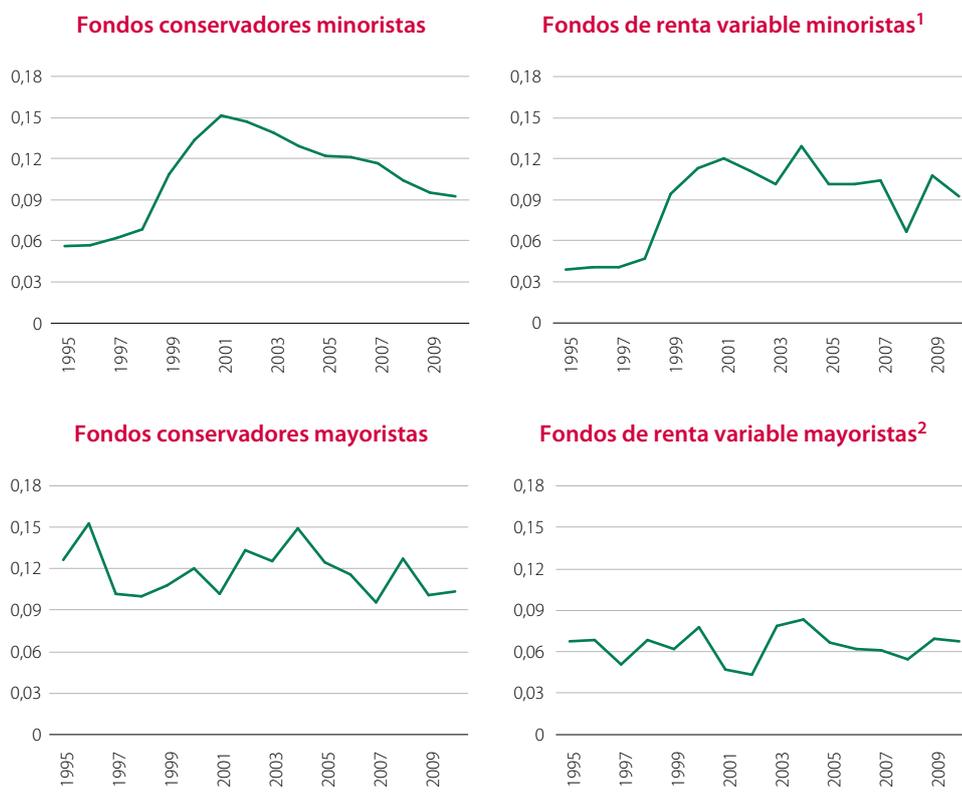
Atendiendo a las cuotas de mercado, no se advierte una gran diferencia entre el mercado mayorista y el minorista. El promedio de las cuotas de mercado de las cuatro mayores gestoras fue del 51% para el mercado minorista y del 49,2% para el mercado mayorista. Incluso si se calculan los promedios del índice de Herfindahl para el periodo analizado, que se sitúan en el 0,099 para el mercado minorista y en el 0,085 para el mayorista, no se aprecian diferencias significativas. El hecho de que el grado de concentración de las gestoras en el mercado mayorista de fondos sea similar al observado en el segmento minorista podría venir determinado por lo que ocurre en su mercado de fondos conservadores. Este tipo de fondos está dominado por las gestoras de las entidades de crédito, mientras que en el mercado de fondos de renta variable y mixta, la presencia de fondos de gestoras independientes es mucho más importante.

Como se aprecia en el gráfico 5, que muestra los índices de Herfindahl para los cuatro segmentos de fondos de inversión analizados, el nivel de competencia solo es significativamente más alto en el segmento de fondos mayoristas de renta variable y mixta. La similitud entre los niveles de competencia del segmento mayorista de fondos conservadores y del segmento minorista sugeriría que los inversores mayoristas de fondos conservadores podrían presentar unos patrones de demanda parecidos a los de los inversores minoristas. De hecho, la cuota de mercado de las SGIIC

de las entidades de crédito en este segmento fue en media del 81,4%. Sin embargo, el segmento mayorista de fondos de renta variable y mixtos presenta un grado de competencia sensiblemente mayor, en el que las gestoras independientes pueden competir de manera más agresiva con las gestoras de las entidades de crédito. Las características de este último segmento se aproximarían más a los patrones de demanda previstos en Gavazza (2011) para un mercado mayorista.

Índices de Herfindahl en el mercado de fondos de inversión

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV.

1 En esta categoría están incluidos los fondos de renta variable y mixtos.

2 En esta categoría están incluidos los fondos de renta variable y mixtos.

Por tanto, las características de gran parte de la demanda de fondos (minorista y mayorista de perfil conservador) podrían hacer que la competencia en precios fuera limitada, posibilitando la existencia de fondos de inversión con mayores comisiones y rentabilidades inferiores. Esta podría ser una posible explicación para la aparente paradoja que se apunta como consecuencia de la presencia de fondos de inversión que muestran rentabilidades más bajas y pueden cobrar mayores comisiones mostrada en Cambón (2011)¹⁶ para el caso español y Gil-Bazo y Ruiz-Verdú (2009)¹⁷ para el caso de EEUU. El análisis empírico de esta industria que se expone a continuación tiene por objeto comprobar y, en algunos casos, confirmar las intuiciones que se derivan del análisis descriptivo de los datos efectuado en esta sección.

16 Véase M.I. Cambón (2011), *Rentabilidad de los fondos de inversión españoles: un análisis de sus determinantes*, CNMV, Documento de Trabajo nº 48.

17 Véase J. Gil-Bazo y P. Ruiz-Verdú (2009), «The relationship between price and performance in the mutual fund industry», en *Journal of Finance*, vol. 42, pp. 776-804.

3 Análisis empírico

3.1 Datos

El análisis empírico que se presenta se ha realizado a partir de la información que la CNMV recibe de forma periódica en el marco de su tarea de supervisión de las instituciones de inversión colectiva. Se han obtenido datos anuales de todos los fondos de inversión y las sociedades gestoras existentes, incluidos los que fueron desapareciendo, entre los años 1995 y 2010. También se ha obtenido información de determinadas variables que caracterizan al grupo financiero al que pertenece la sociedad gestora del fondo. Cuando el grupo financiero vinculado a la gestora tiene la forma de entidad de crédito, la información se ha obtenido de los anuarios de la Asociación Española de Banca (AEB), de la Confederación Española de Cajas de Ahorro (CECA) y de la Unión Nacional de Cooperativas de Crédito (UNACC).

La base de datos construida para el análisis dispone de variables que caracterizan a cada fondo de inversión y a cada gestora en cada uno de los años considerados. Las variables que caracterizan a los fondos de inversión están definidas para cada fondo y tienen en cuenta su vocación, la gestora a la que pertenecen y el año. En cuanto a la vocación, los fondos se han agrupado en tres grandes vocaciones atendiendo a su perfil de riesgo y su capacidad de sustituir a los depósitos bancarios. Así, se consideran «fondos conservadores» los fondos monetarios, los de renta fija a corto plazo, los de renta fija a largo plazo y los fondos garantizados; fondos «mixtos», los fondos de renta variable o renta fija de carácter mixto; y fondos «arriesgados», los fondos de renta variable pura y a los fondos globales. El resto de las variables utilizadas para caracterizar a los fondos son:

- Cuota de mercado del fondo: definida como el cociente entre el patrimonio de cada fondo y el patrimonio total de los fondos en cada uno de los años que componen la muestra.
- Precio: definido como la suma de la comisión de gestión, la comisión de depósito, $1/7$ de la comisión de suscripción y $1/7$ de la comisión de reembolso de cada fondo en cada uno de los periodos que componen la muestra¹⁸.
- Rentabilidad neta: definida como la variación porcentual del valor liquidativo de la participación de cada fondo entre el cierre de un ejercicio y el cierre del ejercicio anterior.
- Volatilidad: definida como la desviación típica anualizada de los rendimientos mensuales del fondo a lo largo de los doce últimos meses. Se trata de una medida estándar de riesgo para valorar el perfil de los fondos de inversión.
- Edad: definida como el número de años de vida del fondo en cada uno de los años considerados.
- Fusión: esta variable toma en consideración las fusiones entre fondos a lo largo del periodo considerado. Toma un valor de cero hasta el año anterior a la fusión y de uno a partir del año de la fusión.

18 Esta variable se ha definido de forma similar a la de Gavazza (*op. cit.*), donde se supone que los inversores efectúan la inversión a un horizonte temporal de siete años.

En cuanto a las variables que caracterizan a las sociedades gestoras de un fondo, estas son:

- Cuota de mercado de la SGIIC: definida como el cociente entre el patrimonio total de los fondos gestionados por una gestora en un periodo y el patrimonio total de los fondos en ese ejercicio.
- Precio de la SGIIC: definido como el promedio del precio cargado de cada uno de los fondos de la gestora en cada ejercicio ponderado por el patrimonio de cada fondo.
- Variedad: se consideran dos tipos de variedades ofrecidas por la SGIIC. La primera se correspondería con el número de fondos ofrecido en cada ejercicio y la segunda con el número de vocaciones ofrecidas en cada ejercicio.
- Rentabilidad neta: definida como el promedio de la rentabilidad neta de cada uno de los fondos en cada ejercicio ponderado por el patrimonio de cada fondo.
- Volatilidad: definida como el promedio de la volatilidad de cada uno de los fondos en cada ejercicio ponderado por el patrimonio de cada fondo.
- Edad: definida como el número de años del fondo de mayor antigüedad de la SGIIC.
- Tipo de grupo financiero al que pertenece la SGIIC: esta variable toma como valor uno si pertenece a una entidad de crédito (banco, caja de ahorros o cooperativa de crédito) y cero si pertenece a un grupo financiero independiente.
- Rotación: porcentaje de patrimonio gestionado por la gestora en fondos de vocaciones de renta variable y mixta.
- Fusión: esta variable toma en consideración las fusiones entre gestoras a lo largo del periodo considerado. Toma un valor de cero hasta el año anterior a la fusión y de uno a partir del año de la fusión.

En los cuadros 1 y 2 se muestra un resumen de los principales estadísticos descriptivos de las variables más relevantes que se consideran en el análisis empírico. En relación a las variables que caracterizan a los fondos (véase cuadro 1), se observa que, en el segmento minorista, el promedio de la cuota de mercado de los fondos en el periodo considerado es del 0,062%, mientras que en el segmento mayorista es superior, el 0,159%. Entre las diferencias más relevantes entre ambos segmentos de fondos, se observa que las comisiones de los fondos minoristas, en promedio, fueron superiores a las de los mayoristas (1,59% versus 1,31%). La rentabilidad, en promedio, de los fondos minoristas también fue superior a la de los mayoristas en el periodo de tiempo contemplado. El hecho de que la proporción de fondos arriesgados en el segmento mayorista sea superior (más del 67% de las observaciones se corresponden con fondos de renta variable pura o mixtos) unido a los diferentes periodos de turbulencias en los mercados de renta variable, en los que estos fondos pueden perder una parte sustancial de su patrimonio, ayudarían a entender la menor rentabilidad en este segmento. Una última diferencia relevante entre ambos

segmentos de fondos radica en el tipo de grupo financiero al que pertenece la SGIIC del fondo. En el segmento minorista, más del 91% de las observaciones se corresponden con fondos cuya SGIIC pertenece a una entidad de crédito, mientras que este porcentaje desciende al 70% en el segmento mayorista.

Estadísticos descriptivos de la muestra de fondos

CUADRO 1

	Segmento minorista		Segmento mayorista	
	Media	Desviación típica	Media	Desviación típica
Cuota de mercado (%)	0,062	0,181	0,159	0,468
Precio (%)	1,59	0,608	1,31	0,715
Rentabilidad (%)	3,58	16,393	2,45	16,29
Volatilidad (%)	5,93	7,453	7,21	7,64
Edad (años)	6,67	4,585	6,58	4,61
Nº de observaciones	24.191		9.271	
Nº de fondos ¹	3.542		1.976	

Fuente: CNMV.

1 Nótese que un fondo puede haber estado en ambos segmentos ante variaciones en los porcentajes invertidos por los partícipes. Por tanto, la suma del número de fondos en ambos segmentos no coincide con el número total de fondos de la muestra, que asciende a 4.178.

Estadísticos descriptivos de la muestra de gestoras

CUADRO 2

	Segmento minorista		Segmento mayorista	
	Media	Desviación típica	Media	Desviación típica
Cuota de mercado SGIIC (%)	1,082	2,977	1,064	2,633
Precio (%)	1,50	0,400	1,26	0,608
Variedad: nº de fondos	18,5	31,99	7,3	10,54
Variedad: nº de vocaciones (% del total)	0,38	0,255	0,25	0,171
Rentabilidad (%)	4,27	10,21	3,95	11,80
Volatilidad (%)	6,04	4,988	6,80	4,994
Empleados grupo financiero	2.249	5.103	2.051	5.004
Oficinas grupo financiero	344	770	313	761
Gastos de comercialización (miles de euros)	17.804	58.380	16.515	56.161
Gastos de personal	1.205	2.006	1.250	2.008
Nº de observaciones	1.367		1.414	
Nº de gestoras ¹	156		153	

Fuente: CNMV.

1 Nótese que una gestora puede estar presente en ambos segmentos por comercializar los dos tipos de fondos. Por ello, la suma del número de gestoras en ambos segmentos no coincide con el número total de gestoras de la muestra, que asciende a 163.

En relación a las variables que caracterizan a las gestoras de los fondos, como se puede observar en el cuadro 2, el promedio de la cuota de mercado de las gestoras en el mercado de fondos minoristas fue del 1,08%, algo superior al de las gestoras

presentes en el mercado de fondos mayorista, del 1,06%. Las gestoras presentes en el segmento minorista cargaron comisiones más elevadas, del 1,50%, y ofrecieron, en promedio, más fondos, 18,5, y más vocaciones, 38% en relación al total de vocaciones disponible, que las gestoras del mercado mayorista. La rentabilidad que obtuvieron las gestoras presentes en el mercado minorista de fondos fue algo mayor que la de las gestoras del mayorista, como consecuencia de la elevada presencia de fondos más conservadores, los cuales sufrieron menos a lo largo de los diferentes periodos de turbulencias.

En promedio, las gestoras que comercializaban fondos minoristas pertenecían a grupos financieros con más empleados y oficinas que las gestoras que comercializaban fondos mayoristas. Además, las gestoras de fondos minoristas, en promedio, incurrían en mayores gastos de comercialización, y en menores gastos de personal que las gestoras de fondos mayoristas.

3.2 El modelo empírico

Para ambos segmentos de fondos de inversión se ha estimado una ecuación de demanda que tiene en cuenta no solo el precio y otras características del producto, sino también la variedad de la oferta de dicho producto¹⁹. Esta ecuación de demanda permite medir los efectos cruzados que pueden estar presentes tanto en el segmento minorista de la industria de fondos como en el mayorista. Para medir los efectos cruzados se comprueba si un fondo cuya familia ofrece más fondos o vocaciones que sus rivales disfruta de una cuota de mercado más elevada. En una segunda parte, se analizará si una gestora que ofrece más fondos o vocaciones que sus rivales disfruta de una cuota de mercado superior.

Para el caso en que se analizan los fondos individualmente, la ecuación de demanda contempla como variable dependiente la cuota de mercado del fondo en el periodo considerado. Las variables explicativas incluyen el precio (comisiones del fondo o de la gestora), la variedad de fondos que ofrece la gestora del fondo (medida por el número de fondos o de vocaciones) y otras variables que caracterizan al fondo o a la gestora.

Por su parte, cuando se analiza el mercado a nivel de gestora la ecuación de demanda tiene como variable dependiente la cuota de mercado de la gestora en el periodo considerado y las variables explicativas son: la variedad de fondos que ofrece la gestora medida por el número de fondos o de vocaciones, el precio de la gestora (promedio ponderado de los precios o comisiones de sus fondos) y un conjunto de variables relacionadas con la gestora como la rentabilidad, la volatilidad, la rotación y la pertenencia a alguna entidad de crédito²⁰.

19 Para ver más detalles sobre las especificaciones de las ecuaciones de demanda, véase M.I. Cambón y R. Losada, *op. cit.* (nota 7).

20 Estos modelos se han estimado mediante el Método Generalizado de los Momentos con variables instrumentales. La estimación se ha efectuado en mínimos cuadrados en dos etapas, controlando la posible heterocedasticidad y autocorrelación en los errores de las observaciones, así como la correcta identificación del modelo y la validez de los instrumentos utilizados.

4 Resultados

El resultado de las estimaciones de estos modelos nos indicará cuál es el papel que juega la variedad en la industria de fondos de inversión española y si dicho papel es diferente en el segmento minorista de fondos y en el mayorista. Si los inversores en fondos de inversión valoran un incremento en el número de fondos o de vocaciones ofrecido por la gestora del fondo, cabría esperar un coeficiente positivo y significativo para el parámetro asociado a la «variedad» de nuestra estimación. Si además pensamos, como sugiere la información preliminar de la muestra de datos, que los inversores minoristas aprecian más esta variedad, entonces este coeficiente sería más elevado en el segmento minorista que en el mayorista. Además, las estimaciones nos permitirán establecer otras diferencias entre la demanda de fondos mayorista y la minorista como, por ejemplo, en términos de la elasticidad al precio (comisiones) del fondo y de otras variables de interés. Las diferencias entre estas ecuaciones de demanda podrían justificar algunas de las decisiones de las gestoras y, en último término, explicar el diferente grado de concentración entre los segmentos mayorista y minorista de la industria.

Como se ha comentado anteriormente, para medir la variedad de fondos que las gestoras ofrecen en el mercado se han utilizado dos variables alternativas: el número de fondos y el número de vocaciones que ofrecen las gestoras en el mercado. Hay que tener en cuenta que estas dos formas de reflejar la variedad pueden hacer que los resultados de las estimaciones no permitan una comparación perfecta entre las dos estimaciones. Cuando la variedad se aproxima mediante el número de fondos, se estaría reflejando la demanda de inversores que priman más la oferta de fondos que la posibilidad de que la gestora les permita invertir en una cartera variada en riesgo. Es por ello que esta posibilidad estaría reflejando más las preferencias de los inversores conservadores. De manera inversa, se puede concluir que cuando la variedad se aproxima mediante el número de vocaciones, el modelo estaría reflejando un perfil de inversor más arriesgado que el del inversor medio presente en el mercado de fondos español.

4.1 Fondos

Los resultados de la estimación de la ecuación de demanda propuesta a nivel de fondo se exponen en el cuadro 3, en el que se desglosan los resultados para los dos tipos de variedad contemplados, el número de fondos y el número de vocaciones ofrecidos por la gestora. Como se puede observar en dicho cuadro, los coeficientes asociados a la variedad son positivos y significativos, tanto en el segmento mayorista de fondos como en el minorista y para las dos aproximaciones de la variedad. Se puede concluir que existe una relación positiva entre la cuota de mercado de un fondo de inversión y el número de vocaciones y/o de fondos que ofrece la sociedad gestora del mismo. Además, los coeficientes estimados para la variedad en el segmento minorista son superiores a los coeficientes estimados para el segmento mayorista de fondos. Estos resultados apoyarían las hipótesis planteadas al inicio del estudio, que apuntaban a la posible presencia de efectos cruzados de demanda en la industria de fondos de inversión española y al hecho de que estos efectos podrían ser más intensos en el conjunto de los inversores minoristas. También serían coherentes con el modelo de banca universal presente en España, en el que los inversores mostrarían una mayor preferencia por las entidades que ofrecen una variedad de productos financieros superior.

Gavazza (2011)²¹ también encuentra la presencia de efectos de demanda cruzados en la industria de fondos estadounidense, los cuales son más intensos en el segmento minorista de fondos. Sin embargo, la intensidad de estos efectos cruzados es menor que la que se encuentra para el mercado español, lo que sugiere que ante un mismo incremento en el número de fondos o de vocaciones por parte de una gestora de fondos en España, el incremento de la cuota de mercado que conseguirían sus fondos sería superior.

Estimación en el ámbito de los fondos: mayorista (MA) versus minorista (MI)

CUADRO 3

	Variedad					
	Número de vocaciones (sobre el total disponible)			Número de fondos		
	Total	MI	MA	Total	MI	MA
Variedad	1,81*** (0,104)	1,96*** (0,11)	1,05*** (0,119)	0,33*** (0,017)	0,67*** (0,03)	0,44*** (0,047)
Precio	-0,38*** (0,027)	-0,23*** (0,04)	-0,66*** (0,04)	-0,34*** (0,025)	-0,16*** (0,045)	-0,65*** (0,040)
Rentabilidad	0,01*** (0,001)	0,01*** (0,001)	0,01*** (0,002)	0,01*** (0,001)	0,01*** (0,001)	0,01*** (0,002)
Volatilidad	-0,02*** (0,002)	-0,02*** (0,003)	-0,001 (0,005)	-0,01*** (0,002)	-0,03*** (0,003)	0,003 (0,005)
Edad del fondo	0,49*** (0,023)	0,51*** (0,03)	0,48*** (0,048)	0,41*** (0,020)	0,49*** (0,027)	0,46*** (0,046)
Rentabilidad de la SGIIC	-0,003 (0,002)	-0,01*** (0,003)	0,004 (0,003)	0,002 (0,002)	-0,005* (0,003)	0,005 (0,003)
Volatilidad de la SGIIC	0,02*** (0,01)	-0,02*** (0,006)	0,02*** (0,008)	0,02*** (0,005)	0,02** (0,006)	0,03*** (0,007)
Edad de la SGIIC	-0,49*** (0,082)	-0,90*** (0,11)	-0,26*** (0,098)	0,05 (0,056)	-0,85*** (0,09)	-0,05 (0,075)
Entidad de crédito	-0,11* (0,061)	0,06 (0,072)	0,02 (0,061)	0,39*** (0,042)	0,33*** (0,064)	0,11** (0,056)
Vocación SUST. DEP.	0,31*** (0,036)	0,18** (0,041)	0,75*** (0,07)	0,40*** (0,033)	0,13*** (0,043)	0,85*** (0,067)
Vocación VARIABLE	-0,07*** (0,039)	-0,04 (0,048)	0,19*** (0,067)	0,10*** (0,037)	0,02 (0,052)	0,21*** (0,065)
Fusión	0,28*** (0,040)	0,16*** (0,045)	0,48*** (0,081)	0,31*** (0,038)	0,16 (0,046)	0,48*** (0,080)
Test de Hansen (p-valor)	0,18	0,31	0,37	0,62	0,35	0,39
Test de efectos fijos (Hausman)	NO	NO	NO	NO	NO	NO

Estimación MGM con variables instrumentales robusta a heterocedasticidad y autocorrelación.

Coefficientes estimados y desviación típica entre paréntesis.

* Significatividad al 10%.

** Significatividad al 5%.

*** Significatividad al 1%.

El test de Hansen contrasta la validez de los instrumentos utilizados. Se ofrece el p-valor. La hipótesis nula que se contrasta es «el conjunto de los instrumentos utilizados es válido», por lo que un p-valor suficientemente elevado no rechazaría la validez de los mismos.

21 *Op. cit.*

Los resultados de la estimación revelan otras diferencias interesantes entre la demanda de fondos en los segmentos minorista y mayorista. Con respecto a las variables que caracterizan a un fondo de inversión se observa, en primer lugar, que en ambos segmentos la cuota de mercado de un fondo está negativamente correlacionada con su precio (comisiones), siendo la elasticidad mucho mayor en el caso de los inversores mayoristas. Esta mayor elasticidad de los inversores mayoristas parece razonable, dado que al tener un grado de sofisticación más elevado pueden reunir más información sobre los fondos, compararlos en mejores condiciones y deshacerse de aquellos más caros de forma más rápida. Este tipo de inversores se muestra, en general, más predispuesto a cambiar de entidad.

En relación con la rentabilidad (neta) del fondo, se observa una relación positiva entre la rentabilidad que ofrece un fondo y su cuota de mercado en ambos segmentos. Sin embargo, la relación que se observa entre la volatilidad del fondo y su cuota de mercado es negativa en el segmento minorista de fondos, mientras que el coeficiente no es significativamente distinto de cero en el segmento mayorista. Este resultado nos indicaría que en el segmento minorista de fondos los inversores son, en general, más conservadores. Los fondos que presentan una mayor cuota de mercado son los que tienen menos volatilidad, es decir, los menos arriesgados. Finalmente, la edad del fondo de inversión es una variable que muestra una relación positiva con la cuota de mercado del mismo en ambos segmentos de la industria, es decir, los fondos más antiguos son los que muestran una cuota de mercado superior.

En relación con las variables que caracterizan a la gestora, cabe señalar también algunas diferencias entre los segmentos minorista y mayorista de fondos. La más relevante es aquella que hace referencia a la rentabilidad de la gestora (entendida como el promedio ponderado de la rentabilidad de sus fondos). Como se observa en el cuadro 3, la relación entre rentabilidad de la gestora y cuota de mercado de un fondo de inversión es negativa en el segmento minorista de fondos de inversión, mientras que en el segmento mayorista no es significativamente distinta de cero. Según este resultado, los fondos de las gestoras que ofrecen en promedio una rentabilidad inferior tienden a tener una cuota de mercado superior.

El coeficiente que identifica el tipo de grupo financiero al que pertenece la sociedad gestora del fondo de inversión, y que nos dice si este toma la forma de entidad de crédito o no (en cuyo caso se trataría de una gestora independiente) no resulta significativo en ningún segmento de fondos cuando la variedad que se contempla es el número de vocaciones, y es positivo cuando la variedad que se contempla es el número de fondos que ofrece la gestora. Parece, por tanto, que las gestoras que pertenecen a entidades de crédito y que deciden incrementar su número de fondos logran incrementar la cuota de mercado de sus fondos en mayor proporción.

Los coeficientes asociados a las variables que nos informan de la vocación de los fondos y los segmentan en aquellos que se pueden considerar sustitutivos de los depósitos bancarios, de carácter conservador, y aquellos de renta variable, más arriesgados, muestran resultados interesantes. El primero de ellos resulta positivo en ambos segmentos de fondos, es decir, en ambos la cuota de mercado de los fondos sustitutos de depósitos es mayor. Esta relación encajaría con el perfil de los inversores minoristas, que es muy poco arriesgado, pero resulta menos intuitivo, a priori, para el conjunto de los inversores mayoristas. Sin embargo, como se

observaba en el gráfico 1, en el segmento mayorista de fondos la importancia relativa del patrimonio de los fondos de carácter conservador es muy elevada, lo que ayudaría a explicar este coeficiente positivo. Por su parte, el coeficiente asociado a los fondos más arriesgados solo resulta significativo y positivo en el segmento mayorista²².

Finalmente, el coeficiente que recoge las fusiones entre fondos de inversión resulta positivo y significativo en ambos segmentos de fondos de inversión, si bien es mayor en el conjunto de fondos mayoristas. Por tanto, los fondos que son resultado de algún proceso de fusión, en general, han tendido a mostrar cuotas de mercado superiores.

4.2 Gestoras

En el cuadro 4 se exponen los principales resultados del modelo estimado para el conjunto de las sociedades gestoras. Los coeficientes de las dos variables que capturan la variedad de fondos y el número de fondos y de vocaciones que la gestora distribuye entre sus clientes son significativos tanto para el mercado minorista como para el mercado mayorista. En ambos casos su signo es positivo, lo que indica que, en media, la cuota de mercado de las gestoras que ofrecen una variedad mayor de fondos es superior. Esto confirmaría la hipótesis de que en el mercado de fondos español los efectos cruzados de demanda juegan un papel relevante.

Cuando la variedad se aproxima mediante el número de vocaciones, la intensidad del efecto cruzado es mucho más elevada en el mercado minorista de fondos. Sin embargo, cuando se aproxima mediante el número de fondos, las intensidades del efecto cruzado de demanda en el mercado minorista y en el mayorista son muy parecidas. Estos resultados se pueden explicar en función de la interpretación que se ha dado para las dos aproximaciones de la variedad. En el primer caso, cuando la variedad se aproxima mediante el número de vocaciones, las estimaciones recogerían fundamentalmente las preferencias de los inversores de fondos de renta variable y mixta, que forman la parte del mercado mayorista donde existe una mayor competencia (véase de nuevo el gráfico 5). En este caso es coherente que el efecto cruzado sea menor en el segmento mayorista. En el segundo caso, cuando la variedad se aproxima mediante el número de fondos, el modelo tiende a recoger el comportamiento de los inversores más conservadores, y dado que tanto en el segmento minorista como en el mayorista existe una proporción mayoritaria de este tipo de inversores, la intensidad que se obtiene del efecto cruzado es similar.

22 El hecho de que en el segmento mayorista de fondos de inversión exista una proporción muy elevada de patrimonio invertido en fondos de carácter conservador, en manos mayoritariamente de empresas, que podrían presentar patrones de demanda similares a los de los inversores minoristas ha invitado a realizar estimaciones separadas del modelo para este submercado mayorista de fondos conservadores y para el submercado mayorista de fondos arriesgados. En los resultados de estas estimaciones se comprueba que el comportamiento de la demanda mayorista de fondos de carácter conservador es similar al de la demanda minorista de fondos en varios aspectos. Por ejemplo, en relación con los coeficientes asociados a la «variedad», los valores estimados en el submercado mayorista de fondos conservadores resultan muy elevados y significativamente superiores a los que se obtienen para el segmento mayorista de fondos arriesgados.

Uno de los resultados que ayudan a entender la diferencia existente entre el mercado minorista de fondos y el mayorista radica en el coeficiente obtenido para las comisiones que pagan los inversores mayoristas, que resulta significativo y con el signo esperado, negativo. Esta significatividad está presente tanto cuando se considera el número de fondos como cuando se considera el número de vocaciones. En cambio en el mercado minorista, las comisiones no parecen relevantes a la hora de invertir en los fondos de una determinada gestora. Este resultado podría ayudar a explicar por qué los inversores minoristas soportan mayores comisiones que los inversores mayoristas cuando invierten en fondos con carteras similares.

Estimación en el ámbito de las gestoras: mayorista (MA) versus minorista (MI)

CUADRO 4

	Variedad					
	Número de vocaciones (sobre el total disponible)			Número de fondos		
	Total	MI	MA	Total	MI	MA
Variedad	4,71*** (0,44)	4,14*** (0,47)	2,26*** (0,11)	1,76*** (0,08)	1,62*** (0,11)	1,83*** (0,161)
Precio	-0,85*** (0,30)	-0,61 (0,52)	-1,74*** (0,54)	-0,68*** (0,18)	-0,40 (0,37)	-0,54*** (0,178)
Rentabilidad	0,024 (0,017)	0,01 (0,02)	0,01* (0,006)	0,04*** (0,01)	0,021*** (0,007)	0,02** (0,008)
Volatilidad	-0,11*** (0,039)	-0,16*** (0,05)	-0,0008 (0,02)	-0,07** (0,02)	0,015 (0,013)	-0,05*** (0,017)
Edad	-0,022 (0,023)	-0,02 (0,029)	0,02 (0,01)	0,02* (0,01)	0,014 (0,013)	0,02** (0,011)
Entidad de crédito	-0,62** (0,27)	0,47 (0,36)	-0,12 (0,10)	0,25** (0,119)	0,48*** (0,174)	0,009 (0,12)
Rotación	2,70*** (0,59)	1,28** (0,65)	0,39 (0,25)	0,46* (0,247)	-0,18 (0,317)	-0,18 (0,198)
Fusión	-0,14 (0,249)	-0,24 (0,22)	-0,24 (0,28)	-0,38*** (0,139)	-0,03 (0,15)	-0,52* (0,30)
Test de Hansen (p-valor)	0,22	0,21	0,23	0,18	0,00 ¹	0,21
Test de efectos fijos (Hausman)	NO	NO	NO	NO	NO	NO

Estimación MGM con variables instrumentales robusta a heterocedasticidad y autocorrelación.

Coefficientes estimados y desviación típica entre paréntesis.

* Significatividad al 10%.

** Significatividad al 5%.

*** Significatividad al 1%.

El test de Hansen contrasta la validez de los instrumentos utilizados. Se ofrece el p-valor. La hipótesis nula que se contrasta es «el conjunto de los instrumentos utilizados es válido», por lo que un p-valor suficientemente elevado no rechazaría la validez de los mismos.

1 En este caso el número de instrumentos es igual al número de variables a instrumentalizar y los F-test reflejan un p-valor muy cercano a cero. Por tanto, no se puede rechazar la hipótesis nula de que ambos instrumentos son válidos a un nivel de significatividad del 1%.

Como se aprecia en el cuadro 4, además de las comisiones, el inversor mayorista conservador también tiene en cuenta que los fondos de la gestora tengan una rentabilidad elevada y que la gestora tenga una larga historia en el mercado de fondos. Por el contrario, el inversor minorista solo tiene en cuenta la rentabilidad pasada obtenida por los fondos de la gestora. Por su parte, cuando la variedad se aproxima mediante el número de vocaciones, únicamente resulta marginalmente significativo el parámetro de rentabilidad. En este último caso y dado el número de observaciones es posible que esta estimación esté sobreponderando la varianza de los coeficientes estimados. En el caso de los inversores minoristas, estos fijarían su atención en gestoras con un amplio catálogo de fondos que no sean de renta fija y con una volatilidad que no resulte excesiva.

Finalmente, cabe señalar que el coeficiente asociado a la pertenencia de la gestora al grupo de una entidad de crédito solo resulta significativo y positivo en el mercado minorista cuando la variedad se define mediante el número de fondos. Atendiendo a las interpretaciones que se le han dado a las dos definiciones propuestas para la variedad, el resultado anterior sugeriría que la pertenencia de la gestora a una entidad de crédito solo es importante cuando el perfil del inversor es minorista y conservador. A este respecto conviene recordar que la mayor parte del patrimonio invertido en los fondos de inversión en España corresponde a inversores minoristas que poseen fondos monetarios y de renta fija a corto plazo.

La variable correspondiente a la pertenencia de la gestora a una entidad de crédito se puede descomponer en tres: una correspondiente a gestoras de banco, otra correspondiente a gestoras de cajas y una tercera correspondiente a gestoras que pertenecen a cooperativas de crédito. Cuando se estiman las ecuaciones con esta desagregación se puede observar que en el mercado minorista de fondos conservadores los tres coeficientes son positivos y significativos. En este caso, el mayor coeficiente corresponde a las gestoras de las cajas (0,75), en segundo lugar aparecen las gestoras de los bancos (0,53) y, por último, las gestoras de las cooperativas de crédito (0,42). En el resto de las especificaciones, tanto minoristas como mayoristas, estas variables carecen de significatividad.

Cuando se comparan los resultados obtenidos con los de Gavazza (2011)²³, se puede observar que los efectos cruzados estimados para el mercado de fondos español son más fuertes que los encontrados para el mercado estadounidense. Además, las estimaciones identifican la presencia de efectos cruzados de demanda en el mercado mayorista de fondos de inversión español que no se encuentran en el mercado estadounidense. La explicación podría radicar en el hecho de que en el segmento mayorista de inversores en España, en el que la importancia de las empresas es muy elevada, el tamaño medio del inversor sea menor que en EEUU. En tal caso, muchos de los inversores institucionales españoles podrían mostrar un comportamiento parecido al del minorista y preferir invertir en fondos de gestoras de entidades de crédito cuya gama de productos sea muy amplia y ver reducido así el coste de búsqueda de productos financieros.

Un resultado novedoso en relación al estudio anterior tiene que ver con la variable que identifica la pertenencia de la gestora a una entidad de crédito, como se apuntó

23 *Op. cit.*

anteriormente. El hecho de que las gestoras que pertenecen a entidades de crédito disfruten de una cuota de mercado superior que las gestoras independientes en el mercado minorista de fondos conservadores (el mayor por tamaño) es coherente con las diferentes formas de comercialización de fondos durante el periodo analizado. En España, los fondos se comercializan principalmente a través de entidades de crédito gestionadas bajo un modelo de banca universal, que han contado con una gran fuerza comercializadora.

5 Conclusiones

La industria de fondos española se caracteriza por la presencia de un número elevado de gestoras que ofrecen un número significativo de fondos de inversión. Sin embargo, esta es una industria donde existe una gran concentración, similar a la de otras economías europeas. En particular, las cuatro principales gestoras del país disfrutaron de una cuota de mercado que osciló entre el 36,2% en 1995 y el 49,2% en 2010, lo que representa un indicio de que la competencia en esta industria podría ser más limitada de lo que a priori cabría esperar a partir de la elevada oferta de fondos presente en el mercado y de la fuerte competencia existente entre las entidades financieras por captar clientes.

En este trabajo se investigan las condiciones de competencia en la industria de fondos en España que pueden derivarse de las características de los patrones de demanda de los inversores que, en este caso, incorporan la preferencia de los mismos por la variedad y/o la profundidad de la oferta de productos, y tienen en cuenta su carácter minorista o mayorista. Para ello, se busca evidencia empírica sobre la posibilidad de que las gestoras de fondos que ofrecen más variedad en su oferta disfruten de mayores cuotas de mercado en estos mercados.

Los resultados del trabajo empírico apuntan a la existencia de efectos cruzados de demanda relacionados con la variedad de fondos que ofrecen las gestoras, tanto en el mercado mayorista como en el minorista. Las gestoras pueden diferenciar su oferta con respecto a sus competidores y aumentar su cuota de mercado en términos relativos mediante el incremento de la variedad en sus fondos. La intensidad de estos efectos cruzados es superior en el caso del mercado de fondos destinado a inversores minoristas. Además, en este mercado, a igualdad de oferta de fondos, las gestoras que pertenecen a entidades de crédito disfrutaron de una cuota de mercado superior y la demanda de sus productos parece poco sensible a las comisiones que cargan a sus partícipes. Todo ello pondría de manifiesto una fuerte vinculación entre las entidades de crédito y sus inversores minoristas.

Cuando se comparan los resultados de este trabajo con los obtenidos por Gavazza (2011)²⁴, donde se realiza el mismo análisis para el mercado de Estados Unidos, se observa que el incremento en la cuota de mercado que consigue una gestora por aumentar la gama de productos ofrecidos es notablemente superior en España, tanto en el segmento de fondos minorista como en el mayorista. Este contraste refleja

24 *Op. cit.*

ría las diferencias en el modelo de distribución de productos financieros entre ambas economías que, en el caso español, se caracterizaría por la fuerte vinculación de los clientes con su entidad de banca universal.

A la luz de los resultados de este trabajo, parece conveniente impulsar la adopción de medidas que ayuden a reducir los costes que afrontan los inversores, particularmente los minoristas, a la hora de invertir en productos financieros que no son provistos por sus entidades financieras habituales. Algunas de estas medidas podrían estar orientadas hacia la creación de herramientas de carácter público e independiente que ayudaran a comparar entre los distintos fondos disponibles en el mercado. El fomento de la educación financiera de los inversores para que la comparación de los productos sea más eficiente también puede jugar un papel relevante.

Evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en 2011

Carolina Moral y Belén García Olmedo (*)

(*) Carolina Moral y Belén García Olmedo pertenecen al Departamento de Informes Financieros y Corporativos de la CNMV.

1 Introducción

Este artículo recoge y analiza las principales magnitudes de la información financiera periódica¹ del ejercicio 2011 comunicada por los emisores a la CNMV.

La información agregada analizada se refiere a los resultados, la posición financiera, los flujos de efectivo, el número de empleados y los dividendos distribuidos. Las 154 entidades analizadas pertenecen a los siguientes sectores: energía (diez entidades); industria (50 entidades); comercio y servicios (46 entidades); construcción e inmobiliario (32 entidades); bancos (once entidades); cajas de ahorro (dos entidades)²; y seguros (tres entidades).

El análisis se realiza teniendo en cuenta las siguientes consideraciones:

- Los datos analizados se obtienen de los informes financieros periódicos³, consolidados o individuales, remitidos a la CNMV por los emisores de acciones e instrumentos de deuda⁴ cotizados en un mercado regulado español, cuando España sea Estado Miembro de origen.
- Las cifras agregadas excluyen a los emisores que son dependientes de otro grupo cotizado. Sin embargo, cuando esos emisores desarrollan su actividad en un sector distinto al de su sociedad dominante, sus magnitudes financieras se integran en las de su sector.
- Los datos correspondientes a periodos distintos al segundo semestre de 2011 se han calculado para la muestra representativa de las entidades cotizadas en el periodo de referencia.

En la sección segunda de este artículo se analiza la evolución, desde 2007, del importe neto de la cifra de negocios; en las secciones tercera y cuarta se presenta el com-

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

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

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

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

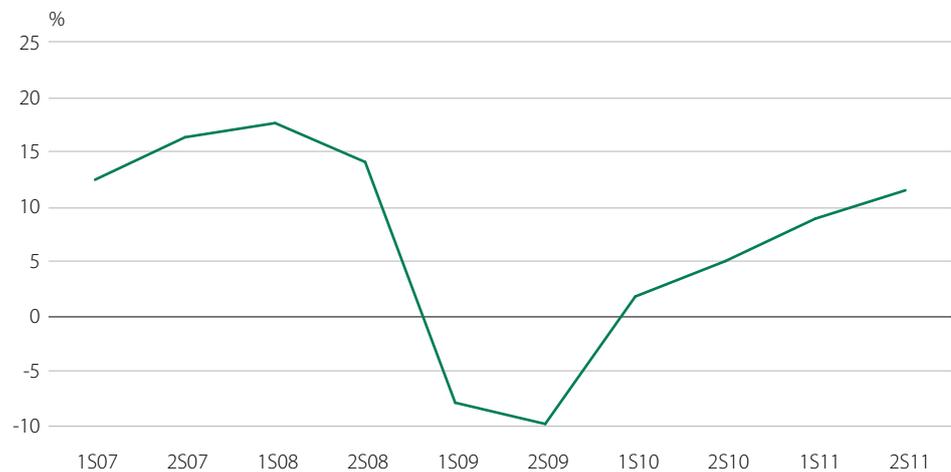
portamiento de los resultados y la rentabilidad del patrimonio y de las inversiones; la sección quinta se centra en el endeudamiento de las entidades no financieras; la sección sexta se dedica a la morosidad y solvencia de las entidades de crédito, y las secciones séptima, octava y novena recogen la evolución de los flujos de efectivo, la plantilla y los dividendos distribuidos, respectivamente. La última sección resume las principales conclusiones.

2 Importe neto de la cifra de negocios

El gráfico 1 muestra las tasas de variación interanuales del importe neto de la cifra de negocios⁵ desde el primer semestre de 2007. Como se observa, la tasa de variación anual del ejercicio 2011 fue positiva (11,6%), manteniendo la tendencia de crecimiento iniciada en 2010.

Tasas de variación del importe neto de la cifra de negocios

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV.

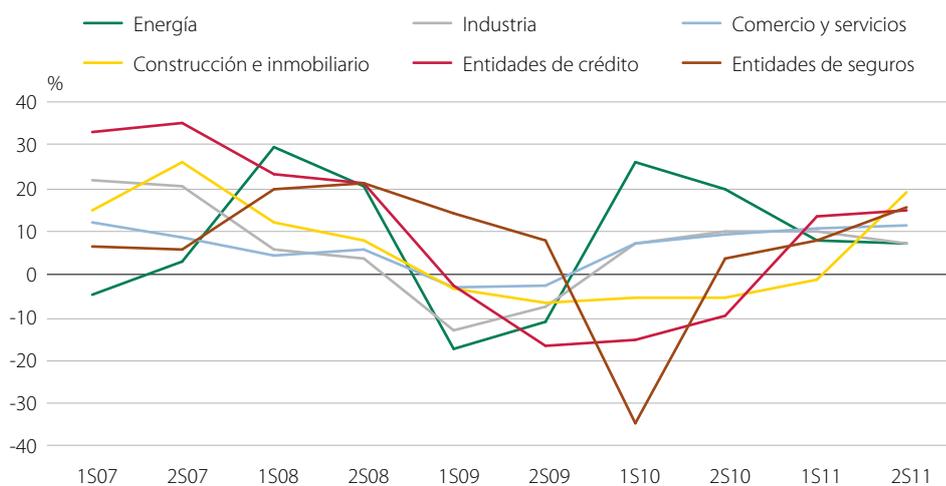
El gráfico 2 presenta la evolución del importe neto de la cifra de negocios para los distintos sectores. Todos los sectores registraron tasas de variación interanuales positivas en 2011.

Cabe señalar que los sectores de construcción e inmobiliario y entidades de crédito, tras presentar tasas de variación negativas en los ejercicios 2009 y 2010, cerraron 2011 con tasas positivas del 19,3% y del 14,9%, respectivamente. En sentido contrario, los sectores de energía e industria, aun presentando tasas de variación positivas en 2011, estas fueron inferiores a las de 2010, especialmente en el sector de la energía.

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

Tasas de variación del importe neto de la cifra de negocios por sectores

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV.

Los hechos más destacados en la evolución de los distintos sectores durante 2011 fueron los siguientes:

- **Energía.** El incremento del importe neto de la cifra de negocios en 2011 respecto al ejercicio anterior fue del 7,5% y se debió, fundamentalmente, al aumento del precio medio del crudo –con una subida del 15,9% del precio medio del barril *brent*– y al aumento del precio medio de la electricidad –debido a una menor producción hidráulica y un mayor coste del combustible. Sin embargo, se observó cierta desaceleración de la demanda energética en España, principalmente por parte de pymes y clientes residenciales.

Adicionalmente, destacó el hecho de que las elevadas tasas de crecimiento del primer y el segundo semestre de 2010 –un 26,2% y un 20%, respectivamente – estuvieron influidas por: (i) el registro como ingresos de las ventas a las comercializadoras de último recurso desde el 1 de julio de 2009 (antes se compensaban los costes con los ingresos⁶) y (ii) las combinaciones de negocios entre empresas del sector realizadas en 2009.

- **Industria.** La evolución de las empresas industriales fue desigual, aunque en general positiva, registrando una tasa de crecimiento del 7,2%. Destacó la mejora en los subsectores de metales básicos y otras industrias, gracias a: (i) la reactivación de la demanda de aceros inoxidables en el primer semestre del ejercicio, aunque las dudas sobre la recuperación económica frenaron la demanda y motivaron importantes ajustes de producción en el segundo semestre; (ii) la recuperación de la actividad de la fabricación de aerogeneradores y el desarrollo y venta de parques eólicos; (iii) el aumento de las ventas en los mercados internacionales, en especial en Brasil y México por parte del subsector de la automoción; y (iv) los efectos contables de combinaciones de negocios realizadas en 2011.

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

En cambio, las tasas de variación de los subsectores relacionados con la actividad de la construcción y en la industria farmacéutica fueron inferiores a las del año anterior debido, respectivamente, al impacto de la crisis en el mercado de la construcción, principalmente en el mercado nacional, y a las medidas de contención del gasto sanitario y de promoción del uso de medicamentos genéricos adoptadas por el Gobierno en agosto de 2011.

- **Comercio y servicios.** En este sector, el importe neto de la cifra de negocios agregado creció un 11,3% debido, entre otros factores, al incremento de las ventas en mercados internacionales por operaciones corporativas realizadas a finales de 2010, al impacto contable de una importante fusión con efectos a partir de enero de 2011, y a los efectos contables derivados de la aplicación de la CNIIF 12, «Acuerdos de concesiones de servicios», al registro de ciertas plantas termosolares españolas en el último trimestre del ejercicio.
- **Construcción e inmobiliario.** Por primera vez desde el primer semestre del 2009 este sector presentó un incremento del importe neto de la cifra de negocios del 19,3%, debido fundamentalmente a una operación corporativa realizada por una empresa constructora con efecto 1 de junio de 2011. Sin tener en cuenta este impacto, el importe neto de la cifra del sector disminuyó un 8,7%, con caídas tanto en las empresas constructoras como en las inmobiliarias del 6,8% y del 37,3%, respectivamente.

La disminución experimentada en el importe neto de la cifra de negocios de las empresas constructoras, excluyendo la operación corporativa antes mencionada, se debió a la fuerte contracción en el mercado doméstico, tanto por la caída de la inversión pública como por la debilidad del mercado inmobiliario, y fue parcialmente compensada por el crecimiento de la actividad en el exterior y de los servicios medioambientales. Por su parte, la reducción generalizada del importe neto de la cifra de negocios de las empresas inmobiliarias se debió a la caída del negocio de promoción residencial, mitigada, en algunos casos, por las ventas realizadas a las entidades financieras en el marco de los procesos de refinanciación.

- **Entidades de crédito.** Como se ha indicado, el volumen agregado de ingresos por intereses y rendimientos asimilados de las entidades de crédito aumentó un 14,9% en el ejercicio 2011 con respecto al obtenido en 2010. En el segundo semestre del ejercicio 2011 se mantuvo la tendencia alcista ya observada en el primer semestre. Esta evolución fue debida (i) a la apreciación de las carteras hipotecarias y el traslado a dichos activos de la evolución del Euríbor⁷ y (ii) al incremento de los márgenes de las nuevas operaciones crediticias, como consecuencia directa de la aversión al riesgo de las entidades y del incremento de los costes financieros por las tensiones de liquidez en los mercados.
- **Empresas aseguradoras.** El importe de las primas imputadas al ejercicio, netas de reaseguro, experimentó un crecimiento interanual del 18% en el ramo de

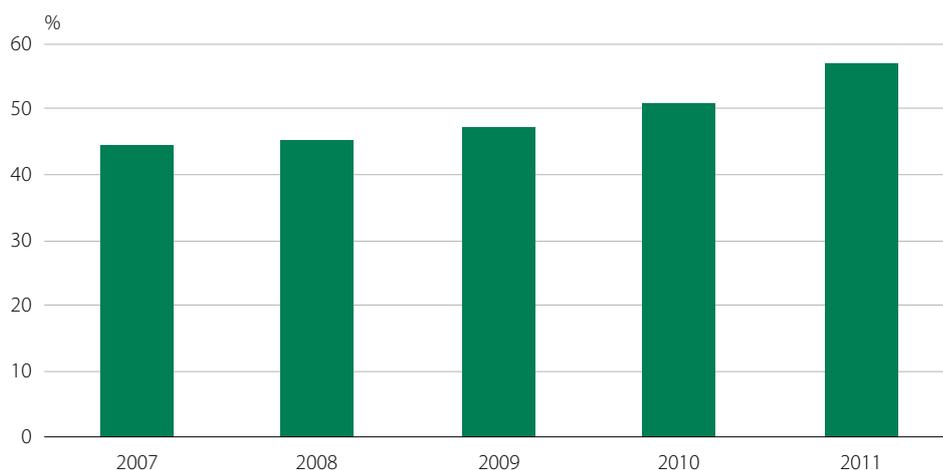
7 El Euríbor a un año, índice de referencia de la mayoría de las operaciones hipotecarias, se situaba en diciembre de 2011 en el 2,004%, frente al 1,526% del mismo mes de 2010.

vida y del 15% en el ramo de no vida, como consecuencia tanto del buen comportamiento del negocio internacional (con un incremento de las primas netas del 23%) como del aumento del volumen de negocio en España (con un incremento del 10%).

El gráfico 3 muestra el porcentaje del importe neto de la cifra de negocios generado en el extranjero para las entidades no financieras desde 2007. Este porcentaje se incrementó en 2011 en 6 puntos porcentuales respecto a 2010, situándose en un 57%.

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

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV.

El cuadro 1 recoge la distribución geográfica del importe neto de la cifra de negocios para los distintos sectores de las entidades no financieras. Como se aprecia, las ventas al exterior continuaron ganando peso en 2011 en todos los sectores, reflejando la intensidad de la desaceleración económica del mercado interior comparada con otros mercados internacionales.

Las variaciones más significativas se produjeron en los sectores de comercio y servicios y construcción e inmobiliario, que optaron por una mayor internacionalización de su actividad, a través de operaciones corporativas, ante la disminución de los ingresos en el mercado nacional.

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

CUADRO 1

	2007	2008	2009	2010	2011
Energía	41,8	42,5	43,3	44,8	47,0
Industria	55,2	59,3	62,6	65,8	69,0
Comercio y servicios	52,3	50,1	51,1	57,1	62,5
Construcción e inmobiliario	33,2	36,2	38,4	44,5	59,1
Subtotal no financiero	44,7	45,5	47,4	51,0	57,0

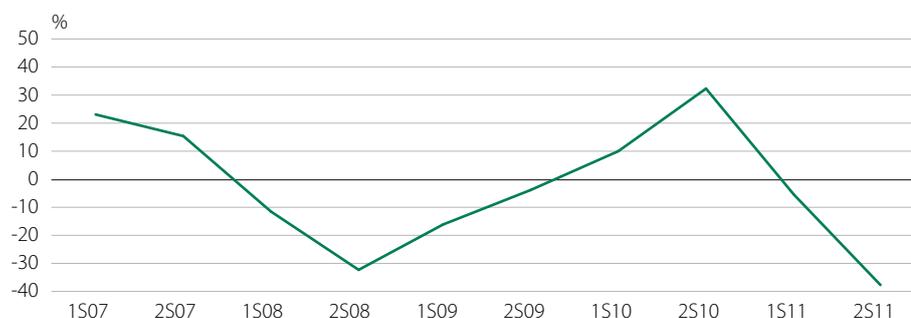
Fuente: CNMV.

3 Resultados

El gráfico 4 muestra las tasas de variación interanuales de los resultados antes de impuestos agregados para las actividades continuadas⁸ desde el primer semestre de 2007. Este gráfico muestra cómo en 2011 se volvió a tasas de variación negativas, rompiendo la tendencia de crecimiento iniciada en 2010.

Tasas de variación interanual de los resultados antes de impuestos

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV.

Este retroceso se explica, parcialmente, porque una parte significativa del incremento registrado en 2010 se debió a plusvalías contables por un importe bruto de 9.732 millones de euros, registradas por cuatro sociedades de la muestra de los sectores de energía, comercio y servicios y construcción e inmobiliario. Estas plusvalías, que no originaron una entrada de caja en las compañías, se produjeron por operaciones corporativas que supusieron un cambio en el grado de influencia significativa en sociedades participadas, y que implicaron la revalorización a precio de mercado de la participación retenida o preexistente, de acuerdo con lo establecido en la nueva normativa contable aplicable a este tipo de operaciones⁹.

En relación a la evolución de esta magnitud para los distintos sectores, las tasas de variación interanual de todos ellos fueron negativas, aunque solo el sector de la construcción e inmobiliario presentó un resultado antes de impuestos negativo.

El cuadro 2 muestra los principales márgenes de la cuenta de resultados, correspondientes a los ejercicios 2011 y 2010. Como se advierte, todas las magnitudes analizadas evolucionaron desfavorablemente en todos los sectores, a excepción de las entidades de seguros.

8 Resultado antes de impuestos excluidos los resultados de las actividades interrumpidas, que, con carácter general, son aquellas líneas de negocio o áreas geográficas significativas que la entidad, bien ha enajenado, o bien tiene previsto enajenar en los doce meses siguientes.

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

Millones de euros	EBITDA			Resultado de explotación			Resultado del ejercicio		
	2010	2011	Var. (%)	2010	2011	Var. (%)	2010	2011	Var. (%)
Energía	33.299	29.348	-11,9	22.335	18.400	-17,6	15.113	10.741	-28,9
Industria	7.092	6.936	-2,2	4.785	4.549	-4,9	3.314	2.785	-16,0
Comercio y servicios	34.650	29.945	-13,6	21.584	15.662	-27,4	12.590	9.482	-24,7
Construcción e inmobiliario	8.137	5.580	-31,4	5.669	2.595	-54,2	2.232	-188	-
Entidades de crédito	-	-	-	22.095	17.158	-22,3	17.065	10.879	-36,2
Entidades de seguros	-	-	-	-	-	-	1.273	1.461	14,8
Total²	83.015³	72.047³	-13,2³	76.414⁴	58.710⁴	-23,2⁴	51.619	35.513	-31,2

Fuente: CNMV.

- 1 EBITDA = Resultado de explotación + Amortización del inmovilizado.
- 2 Para los grupos, el total solo incluye los datos consolidados presentados por la sociedad dominante, excluyéndose cualquier otra empresa cotizada del grupo. El total puede diferir de la suma de los valores reflejados para cada sector debido a los ajustes realizados.
- 3 Excluidas las entidades de crédito y de seguros.
- 4 Excluidas las entidades de seguros.

El número de entidades que presentaron resultados netos negativos se incrementó en 2011 hasta 52, desde 43 en 2010. Asimismo, el importe agregado de las pérdidas en 2011 aumentó un 85,5% con respecto a 2010.

Atendiendo al importe, los resultados negativos se concentraron, principalmente, en el sector de la construcción e inmobiliario, donde 19 entidades experimentaron pérdidas por un total de 3.221 millones de euros, lo que supone un 59,3% de las pérdidas totales registradas por entidades cotizadas. El sector de comercio y servicios tuvo el mismo número de entidades con pérdidas que, en este caso, representaban el 13,1% de las pérdidas totales registradas. Asimismo, cabe señalar que las pérdidas de dos entidades de los sectores de entidades de crédito y de seguros sumaron 952 millones de euros.

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

- **Energía.** Todos los márgenes intermedios –EBITDA, resultado de explotación, resultado antes de impuestos y resultados del ejercicio– disminuyeron pese al crecimiento de las ventas. Las tasas de variación del EBITDA y del resultado de explotación fueron negativas en un 11,9% y un 17,6%, respectivamente, por operaciones no recurrentes realizadas en el segundo semestre de 2010 y por el incremento de los costes de aprovisionamiento debido (i) al mayor precio de la energía adquirida, (ii) al *mix* de generación de energía, por la mayor producción de térmica convencional y la menor de hidráulica y nuclear, y (iii) a la caída de los márgenes de refino. Los resultados antes de impuestos y del ejercicio disminuyeron un 25,7% y un 28,9%, respectivamente, en gran parte por operaciones no recurrentes realizadas en 2010.

Si se descuentan los efectos de las operaciones no recurrentes, la caída del resultado antes de impuestos fue del 7,4% en lugar del 25,7%.

- **Industria.** A pesar del incremento del importe neto de la cifra de negocios, todos los márgenes intermedios presentaron tasas de crecimiento negativas. Así, el EBITDA y el resultado de explotación cayeron un 2,2% y un 4,9%, respectivamente, debido (i) al incremento de los costes de las materias primas y de los gastos de personal, (ii) al registro del deterioro, provisiones y gastos no recurrentes, (iii) a la reducción de los volúmenes de existencias en las empresas productoras de acero, y (iv) al aumento de los costes por amortización debido a los activos incorporados en las adquisiciones societarias.

El resultado antes de impuestos y el resultado del ejercicio disminuyeron un 9,8% y un 16%, respectivamente, debido al incremento de los gastos financieros por el aumento del endeudamiento y la evolución desfavorable de los tipos de interés. Adicionalmente, los resultados por actividades interrumpidas se redujeron de modo significativo.

- **Comercio y servicios.** A pesar del crecimiento de las ventas, el EBITDA y el resultado de explotación disminuyeron un 13,6% y un 27,4%, respectivamente, debido al incremento de los gastos de aprovisionamiento y de personal –por las regularizaciones y reestructuraciones–, así como al descenso del resultado por enajenación de inmovilizado como consecuencia de las operaciones corporativas realizadas en 2010. Asimismo, aumentaron los gastos de amortización por los efectos derivados de las variaciones en el perímetro de consolidación del ejercicio anterior.

El resultado antes de impuestos disminuyó un 38,9% debido a (i) el incremento de los gastos financieros por la evolución de los tipos de interés y los efectos derivados de las refinanciaciones y (ii) la disminución de los resultados aportados por las sociedades puestas en equivalencia. En sentido contrario, cabe destacar el incremento de los resultados obtenidos por la enajenación de instrumentos financieros.

Finalmente, el resultado neto disminuyó un 24,7%, cifra inferior a la variación del resultado antes de impuestos, debido a la disminución del gasto por el impuesto de sociedades y a los resultados generados por las operaciones interrumpidas en el primer semestre del 2011.

- **Construcción e inmobiliario.** Pese al crecimiento de la cifra de negocios, el EBITDA y el resultado de explotación presentaron una caída del 31,4% y del 54,2%, respectivamente. Para explicar este descenso deben considerarse dos efectos de sentido contrario: el descenso experimentado en los resultados derivados de la enajenación de activos de las empresas constructoras y el efecto positivo de una operación corporativa realizada por una empresa constructora con efecto 1 de junio de 2011, a pesar del aumento que implicó en los gastos por amortización.

Sin tener en cuenta los impactos anteriores, el EBITDA del subsector construcción se hubiera mantenido prácticamente estable con respecto a 2010, con un ligero crecimiento del 0,7%, en lugar de una caída del 34,1%. El EBITDA del subsector inmobiliario fue negativo, aunque ligeramente inferior al de 2010, con una evolución dispar por compañías. Así, hubo empresas que disminuyeron significativamente su EBITDA por los deterioros realizados y otras que lo

mejoraron por las revalorizaciones de su patrimonio en renta en Francia o porque en periodos anteriores realizaron ventas de activos inmobiliarios a entidades financieras con márgenes negativos.

El resultado antes de impuestos fue negativo –1.232 millones de euros–, frente al resultado positivo de 3.525 millones de euros en 2010, debido a la disminución de los resultados de las entidades valoradas por el método de la participación y, en menor medida, al aumento de los resultados financieros negativos.

Las pérdidas netas del ejercicio –188 millones de euros– fueron inferiores a las pérdidas antes de impuestos por la disminución del gasto por el impuesto de sociedades, debido a la activación de bases imponibles negativas, y por la mejora de los resultados obtenidos de las operaciones interrumpidas como consecuencia de operaciones corporativas realizadas en el último trimestre de 2011.

- **Entidades de crédito.** En 2011 el margen de intereses agregado presentó una evolución positiva del 1,3% respecto a 2010. Sin embargo, esta cifra se debió a la evolución positiva de dos entidades concretas, mientras que el resto registró caídas, debido al recrudecimiento de la crisis de deuda soberana europea en la segunda parte de 2011 y a las tensiones de liquidez derivadas de la misma, que presionaron al alza sobre los costes de financiación en los mercados mayoristas. En este contexto, las entidades apelaron con mayor intensidad a la captación de fondos a través de su red de oficinas, lo que incrementó la competencia entre estas entidades y produjo un aumento de la remuneración de los productos ofrecidos a inversores minoristas. Por su parte, las comisiones netas tuvieron un ligero impacto positivo en los márgenes.

En cuanto al resultado de explotación, el incremento de los gastos de personal, los gastos generales, las dotaciones a provisiones y las pérdidas netas por deterioro, afectaron negativamente a su evolución, registrándose una variación anual del -22,3%. El importe de las pérdidas por deterioro mantuvo su tendencia alcista hasta alcanzar un 27,2% del margen bruto (25,5% en 2010). Como consecuencia del incremento de los costes generales, la ratio de eficiencia¹⁰ aumentó del 39,7% al 42,6%.

Finalmente, el resultado antes de impuestos experimentó una caída del 43%, debido fundamentalmente al incremento de las pérdidas de los activos no corrientes en venta, entre los que se incluyen la mayoría de los activos adjudicados, y al deterioro del resto de los activos.

- **Entidades de seguros.** El resultado neto del periodo se incrementó en un 14,8% debido, fundamentalmente, a la evolución positiva de los resultados del seguro de vida y de otros resultados no técnicos, mientras que el ramo del seguro de no vida experimentó una caída del resultado del 3,5%, a pesar del incremento de las primas netas, por el aumento de la siniestralidad y de los gastos de explotación.

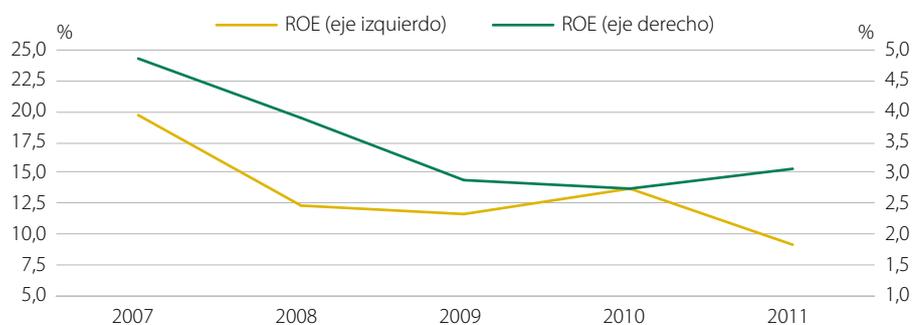
10 Es un indicador del grado de eficiencia de una entidad y se determina como el porcentaje del margen bruto que es consumido por los gastos generales (gastos de personal y otros gastos generales de administración).

4 Rentabilidad del capital y de las inversiones

El gráfico 5 muestra la evolución del ROE (rentabilidad sobre el patrimonio) y del ROI (rentabilidad sobre las inversiones)¹¹ desde 2007. Tal y como se observa, el ROE en 2011 mostró un retroceso respecto a 2010, mientras que el ROI exhibió un ligero incremento.

ROE y ROI

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV.

Los cuadros 3 y 4 muestran la evolución del ROE y del ROI, respectivamente, para los distintos sectores. Todos ellos, excepto el ROI de las entidades de crédito y seguros, que aumentó ligeramente, presentaron una desaceleración de ambos ratios respecto a 2010. En el caso concreto del sector de la construcción e inmobiliario, el ROE fue levemente negativo.

La disminución del ROE en 2011 se debió a un descenso del resultado del 31,2% respecto al ejercicio anterior, en parte, como se ha comentado con anterioridad, por las plusvalías generadas en el segundo semestre de 2010 por operaciones corporativas que supusieron un aumento o una disminución del grado de influencia significativa, y que implicaron la revalorización a precio de mercado de la participación retenida o preexistente. Si se ajusta el resultado de 2010 por las mencionadas operaciones, el ROE se situó en el 11,6% en 2011.

ROE

CUADRO 3

%	2007	2008	2009	2010	2011
Energía	15,9	19,5	13,2	16,2	10,7
Industria	17,7	10,6	6,3	13,8	10,4
Comercio y servicios	32,4	20,1	19,3	21,9	16,4
Construcción e inmobiliario	18,3	-17,6	3,7	6,6	-0,7
Entidades de crédito y seguros	19,1	13,0	10,4	10,3	7,1
Total	19,7	12,4	11,7	13,6	9,2

Fuente: CNMV.

11 Para la definición del ROE y del ROI empleada en este artículo, véase «La evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en el primer semestre de 2009», por Belén de Anta Montero y Óscar Casado Galán, publicado en el Boletín de la CNMV del cuarto trimestre de 2009 (pp. 41-58). Disponible en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/CNMVTrimestrelV09.pdf>

%	2007	2008	2009	2010	2011
Energía	9,1	10,5	7,2	9,1	6,0
Industria	11,5	7,7	4,9	9,1	7,4
Comercio y servicios	12,1	8,3	7,7	9,4	7,8
Construcción e inmobiliario	7,8	0,4	3,2	4,5	2,9
Entidades de crédito y seguros	3,8	3,8	2,5	2,0	2,4
Total	4,8	3,9	2,9	2,7	3,1

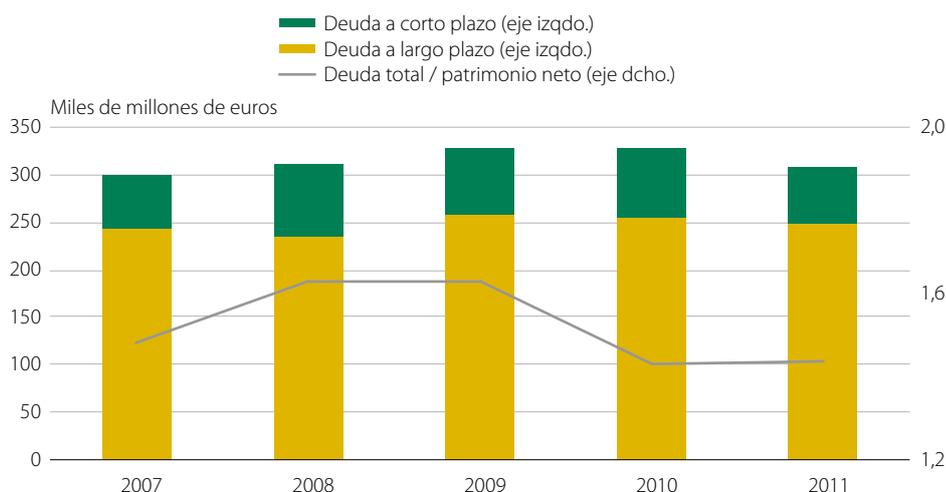
Fuente: CNMV.

5 Endeudamiento

El gráfico 6 muestra la evolución del endeudamiento financiero bruto¹² de las entidades no financieras de la muestra.

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

GRÁFICO 6



Fuente: CNMV.

Al cierre de 2011, el endeudamiento financiero bruto ascendió a 308.893 millones de euros, inferior al volumen registrado en 2010, de 326.769 millones de euros. El porcentaje de la deuda a corto plazo sobre la deuda total disminuyó ligeramente respecto a 2010 y se situó en el 19,8% en 2011 (21,9% en 2010).

El descenso con respecto a 2010 se explica, fundamentalmente, porque dos entidades con un endeudamiento conjunto significativo, una del sector de la energía y otra del sector del comercio, dejaron de formar parte de la muestra. Sin consi-

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

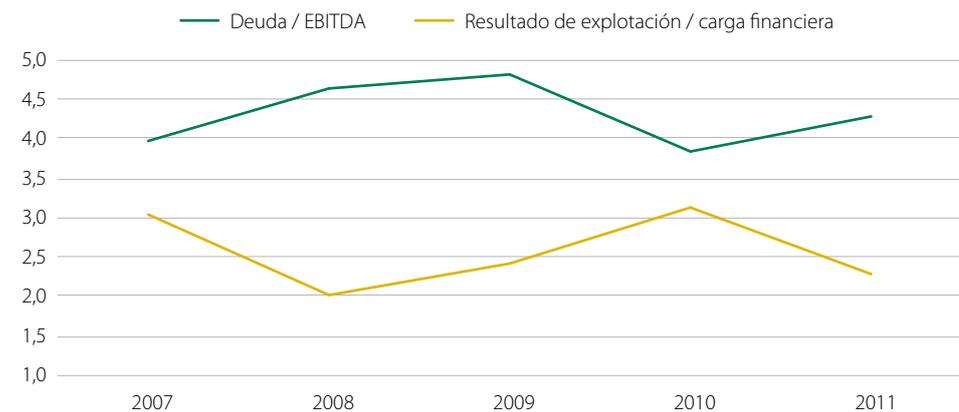
derar dichas entidades en 2010, todavía se observa un ligero descenso. No obstante, cabe destacar que el aumento del endeudamiento de una empresa industrial y otra constructora, por combinaciones de negocios realizadas en el primer semestre de 2011, compensó parcialmente el descenso generalizado del nivel de apalancamiento.

La ratio de apalancamiento agregada, que relaciona las deudas con el patrimonio neto, se situó en 1,44 veces los recursos de capital en 2011, una centésima más que en 2010.

El gráfico 7 recoge la evolución de las ratios de cobertura del endeudamiento y la carga financiera a través del EBITDA y del resultado de explotación, respectivamente. La ratio de cobertura de la deuda (deuda total/EBITDA), que mide el número de años necesarios para pagar la deuda asumida si se mantuviera constante el EBITDA, empeoró en 2011 hasta situarse en 4,29 años (3,84 años en 2010), pero sin alcanzar los niveles de 2008 y 2009. Por su parte, la ratio de cobertura de los gastos financieros (EBIT/gastos financieros) disminuyó hasta situarse en 2,30 veces (3,12 veces en 2010). El empeoramiento de ambas ratios se debió a la caída generalizada de los resultados de todos los sectores en 2011 con respecto a 2010.

Ratios de cobertura

GRÁFICO 7



Fuente: CNMV.

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

Sin considerar el endeudamiento de una sociedad que no formó parte de la muestra en 2011, el sector de la **energía** se mantuvo en niveles similares a 2010 como resultado de dos efectos de sentido contrario: por un lado, las amortizaciones de deuda (importe cobrado con las colocaciones del déficit de tarifa del sistema eléctrico realizadas por el FADE, Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico) y, por otro lado, el incremento del endeudamiento para acometer las operaciones corporativas realizadas en 2011.

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

El descenso de la deuda del sector de **comercio y servicios** se explicó porque una sociedad con endeudamiento significativo no forma parte de la muestra en 2011. Si no se considera dicha sociedad: (i) la deuda aumentó el 12,1% respecto a 2010, a pesar de las amortizaciones realizadas con los recursos obtenidos por las desinversiones llevadas a cabo en 2011, y (ii) la ratio de apalancamiento de 2010 fue de 1,76 veces los recursos de capital, empeorando en 2011 debido a la caída del patrimonio neto por los dividendos repartidos en 2011.

Evolución del endeudamiento por sectores

CUADRO 5

Millones de euros

		2007	2008	2009	2010	2011
Energía	Deuda	69.172	82.608	100.572	98.283	95.853
	Deuda / Patrimonio	0,78	0,89	1,08	0,95	0,92
	Deuda / EBITDA	2,48	2,82	3,46	2,81	3,27
	Rtdo. explotación / Carga financiera	4,10	3,67	3,38	4,15	3,30
Industria	Deuda	13.312	15.645	15.953	14.948	17.586
	Deuda / Patrimonio	0,61	0,69	0,69	0,58	0,63
	Deuda / EBITDA	1,82	2,71	3,05	2,11	2,54
	Rtdo. explotación / Carga financiera	5,93	3,41	3,15	5,00	3,90
Comercio y servicios	Deuda	96.941	112.322	108.579	115.413	113.142
	Deuda / Patrimonio	1,70	2,14	1,78	1,60	2,01
	Deuda / EBITDA	3,01	3,58	3,70	3,38	3,78
	Rtdo. explotación / Carga financiera	3,23	2,86	3,28	3,94	2,45
Construcción e inmobiliario	Deuda	138.933	119.788	104.762	99.917	83.716
	Deuda / Patrimonio	3,08	3,77	4,08	3,42	2,98
	Deuda / EBITDA	10,83	31,87	22,48	11,18	15,00
	Rtdo. explotación / Carga financiera	1,17	0,01	0,31	0,98	0,52
Ajustes*		-17.391	-20.802	-1.908	-1.792	-1.404
TOTAL	Deuda	300.967	309.561	327.958	326.769	308.893
	Deuda / Patrimonio	1,48	1,63	1,63	1,43	1,44
	Deuda / EBITDA	3,96	4,63	4,82	3,84	4,29
	Rtdo. explotación / Carga financiera	3,03	2,01	2,42	3,12	2,30

Fuente: Elaboración propia.

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

En 2011, el sector de la **construcción e inmobiliario** disminuyó significativamente su nivel de endeudamiento por las operaciones corporativas acometidas, con impactos en ambos sentidos, y por la utilización de los recursos obtenidos con las ventas de participaciones para amortizar deuda. Además, la ratio de apalancamiento mejoró debido al aumento del patrimonio neto por la primera consolidación de nuevas sociedades y las ampliaciones de capital por compensación de créditos llevadas a cabo en el marco de las refinanciaciones de la deuda. Las ratios de este sector presentaban los mayores niveles de riesgo financiero, con cifras muy alejadas del resto de los sectores.

6 Morosidad y solvencia de las entidades de crédito

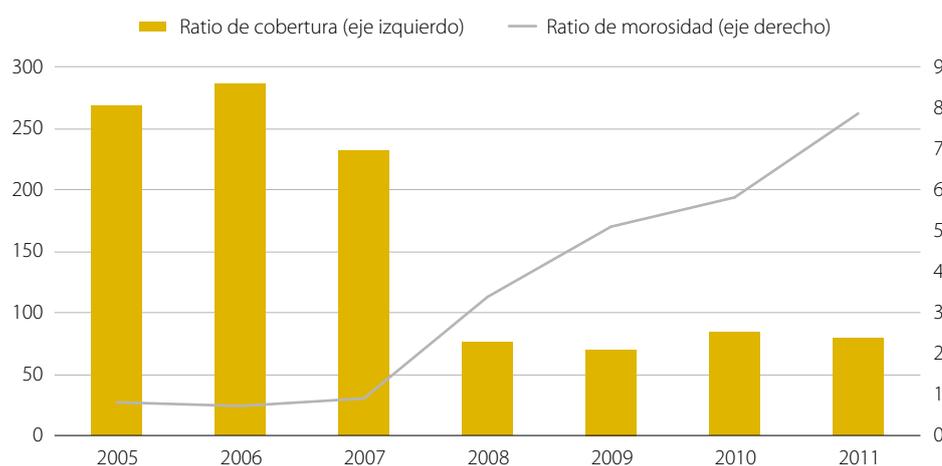
Dada la particular situación que vive el sector financiero y los procesos de reestructuración que se produjeron en el primer semestre de 2011, es oportuno incluir un apartado específico sobre la evolución de las entidades de crédito y, en particular, sobre las ratios de crecimiento de la inversión crediticia,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

Tras una leve contracción de la inversión crediticia en el primer semestre de 2011, a cierre del ejercicio se observó un ligero crecimiento agregado del volumen de crédito (1,2%), debido a la evolución positiva presentada por tres entidades de crédito que, a pesar de la contracción general del mercado nacional, se beneficiaron de su presencia en mercados emergentes, o del incremento de los créditos corporativos y de la financiación del ICO. El resto de las entidades presentó variaciones negativas de esta magnitud motivadas, principalmente, por el actual proceso de desapalancamiento del sector privado español y la evolución desfavorable de la actividad económica. Asimismo, destacan de forma muy significativa los esfuerzos de optimización de los activos ponderados por riesgo que las entidades de crédito mantienen en sus carteras de inversión crediticia, para cumplir con las crecientes exigencias de recursos propios.

El siguiente gráfico muestra la evolución de la tasa de morosidad de las entidades de crédito en las operaciones crediticias con otros sectores residentes (familias y empresas) desde 2005, así como la tasa de cobertura de los activos dudosos¹³.

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

GRÁFICO 8



Fuente: Banco de España.

A lo largo del ejercicio 2011 la morosidad continuó creciendo, en línea con el comportamiento de las principales magnitudes macroeconómicas y, en particular, con la

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

atonía del mercado de trabajo y del mercado inmobiliario, al que las entidades de crédito presentan una elevada exposición.

En relación con la evolución de la tasa de cobertura, su disminución desde 2007 ha estado condicionada por el rápido incremento de la tasa de morosidad, con la única excepción de un aumento en 2010 como consecuencia de los procesos de integración y saneamiento contra reservas de los activos de las cajas de ahorro realizados en dicho ejercicio.

Junto con el aumento experimentado en la morosidad desde 2007 y el incremento en el volumen de refinanciaciones, resulta notable el incremento en las adquisiciones o adjudicaciones de activos, especialmente inmobiliarios. Los bienes recibidos en pago de deudas se clasifican en el balance de los grupos financieros, de forma general, como «activos no corrientes en venta», si bien las promociones en curso y los activos arrendados se clasifican generalmente como otros tipos de activos («existencias» e «inmovilizado material», respectivamente). Las tasas de variación anuales del valor en libros de los activos no corrientes en venta, activos materiales y resto de activos ascendían al 9,7%, 11,9% y 4,5%, respectivamente, en 2011.

Los componentes del patrimonio neto evolucionaron de la siguiente forma: (i) el valor en libros de los fondos propios se incrementó un 5,8% en 2011 para atender a las nuevas exigencias regulatorias, de modo que la ratio de fondos propios sobre el activo se situó en el 6,5% en dicho año, dos décimas más que en 2010; (ii) los ajustes de valoración, que continuaron negativos en 2011, aumentaron un 224% en dicho año; y (iii) los intereses minoritarios se elevaron un 3,5%.

El Real Decreto Ley 2/2011 de 18 de febrero para el reforzamiento de sistema financiero abrió una nueva fase en el proceso de reestructuración y saneamiento de las cajas de ahorros, al introducir un nuevo coeficiente de capital del 8% o el 10%, según los casos, que debía cubrirse con instrumentos de «capital principal», ofreciendo el apoyo financiero del FROB, al que optaron cuatro de las cajas que no alcanzaban los niveles mínimos requeridos. El plazo general de ejecución de las estrategias de recapitalización de las entidades que no alcanzaban los niveles mínimos de capital principal finalizó el 30 de septiembre de 2011¹⁴.

El proceso de reestructuración del sector de las cajas de ahorros iniciado a mediados de 2010, y que aún continúa, se está traduciendo en una reducción significativa del número de entidades y de la capacidad instalada, lo que redundará en una mejora de la eficiencia de las entidades. Los procesos de integración han permitido un considerable saneamiento de los balances de las entidades, sin pasar en una parte relevante por la cuenta de resultados, ya que con la aplicación del «método de adquisición» y del criterio del valor razonable en las combinaciones de negocio y negocios conjuntos, las cajas de ahorros reconocieron contra su patrimonio en 2010 minusvalías adicionales de la inversión crediticia y de los activos adjudicados.

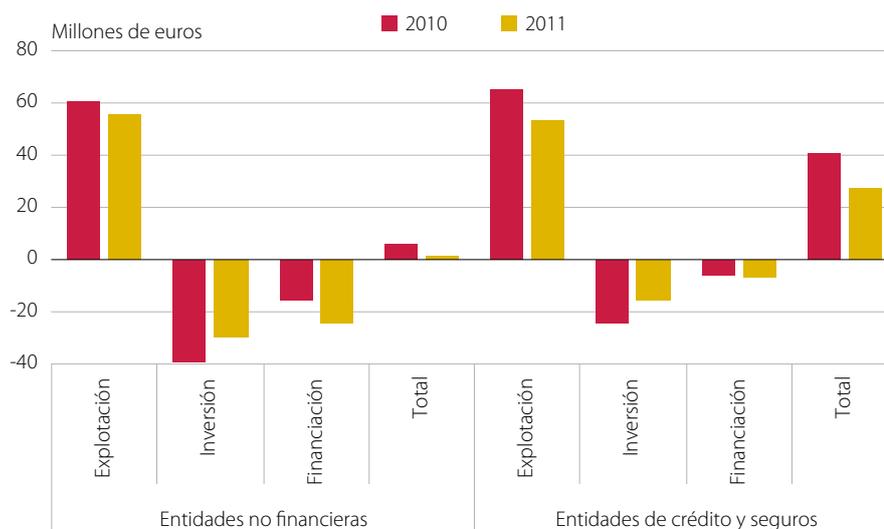
14 Los últimos hitos del proceso de reestructuración se producen con la publicación, ya en 2012, de los reales decretos-ley 2/2012 y 18/2012, que establecen un plan de saneamiento del sector financiero que contempla requerimientos adicionales de capital y provisiones para hacer frente al deterioro ya incurrido o previsible en los balances bancarios ocasionado por los activos vinculados a la actividad inmobiliaria.

7 Flujos de efectivo

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

Flujos de efectivo generados

GRÁFICO 9



Fuente: CNMV.

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

- **Entidades no financieras.** En 2011, el estado de flujos de efectivo del conjunto de las entidades de la muestra reflejó un incremento neto de efectivo y equivalentes de 1.785 millones de euros, un 71,5% menos que en 2010.

En términos agregados, los flujos de caja generados por las actividades de explotación disminuyeron un 8% (4.840 millones de euros) en 2011. Los flujos generados fueron utilizados para realizar: (i) inversiones netas de 29.317 millones de euros; (ii) pagos por actividades de financiación por 24.482 millones de euros; y (iii) un aumento del saldo de efectivo y equivalentes de 1.785 millones de euros. Las diferencias de cambio supusieron 180 millones de euros.

Las salidas netas por actividades de inversión disminuyeron un 24,9%, debido a la disminución de las inversiones realizadas y al aumento de los flujos obtenidos por desinversiones. Las salidas netas por actividades de financiación aumentaron un 56,4%, debido, en gran medida, al aumento de los dividendos pagados y de las remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio (3.346 millones de euros), y de los pagos netos realizados para adquirir autocartera (1.014 millones de euros).

- **Entidades de crédito y seguros.** Al cierre del ejercicio 2011, el estado de flujos de efectivo del conjunto de las entidades de la muestra reflejó un incremento neto de efectivo y equivalentes de 27.571 millones de euros, importe un 25,5% superior al existente en 2010.

Las actividades de explotación generaron 52.991 millones de euros, de los que 15.447 millones se materializaron en inversiones netas y 6.925 millones se destinaron a la cancelación neta de la financiación obtenida. Las diferencias de cambio implicaron unas disminuciones netas de 3.047 millones de euros de efectivo.

El estado agregado de flujos de efectivo refleja la política seguida por la mayor parte de la banca española, consistente en la captación de liquidez del BCE (considerado como recursos de explotación) para hacer frente al vencimiento de operaciones de financiación mayorista y para su inversión en deuda pública española.

Las compañías aseguradoras, a pesar del buen comportamiento de los flujos de explotación, que aumentaron en 964 millones de euros en 2011, redujeron sus cuentas de efectivo en 38 millones de euros, como consecuencia de un mayor desembolso en actividades de inversión y financiación.

8 Número de empleados

El cuadro 6 muestra la plantilla media y agregada para los seis sectores en 2011 y 2010, donde se observa un incremento interanual de la plantilla media del 7,4%.

Plantilla media por sectores

CUADRO 6

	2010	2011	Variación (%)
Energía	122.248	122.836	0,5
Industria	244.604	260.719	6,6
Comercio y servicios	668.302	724.225	8,4
Construcción e inmobiliario	365.061	408.162	11,8
Entidades de crédito	346.499	365.470	5,5
Entidades de seguros	41.611	38.716	-7,0
Ajustes*	-4.185	-3.889	7,1
Total	1.784.140	1.916.239	7,4

Fuente: CNMV.

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

La plantilla media aumentó en todos los sectores, a excepción del de las entidades de seguros. Los mayores incrementos correspondieron a los sectores de construcción e inmobiliario y de comercio y servicios, principalmente, por el crecimiento fuera de España gracias a las operaciones corporativas.

En cuanto a las entidades de crédito, la plantilla media agregada registró un aumento del 5,5% en 2011, influida por la política de expansión internacional de dos entidades. El coste medio por empleado se incrementó un 3,4% en 2011 (hasta 56.000 euros, frente a 54.100 euros en 2010), debido fundamentalmente al incremento de los gastos de personal en entidades inmersas en procesos de reestructuración y por la adquisición de filiales en el extranjero por parte de una entidad. En este contexto, el número de oficinas disminuyó un 5,8% en el periodo¹⁵.

El coste medio por empleado del conjunto de los sectores ascendió a 39,6 miles de euros en 2011, frente a 37,1 miles de euros del ejercicio anterior.

9 Dividendos

Como se observa en el cuadro 7, los dividendos distribuidos en 2011 ascendieron a 21.525 millones de euros, cifra un 9,4% superior a la registrada un año antes.

Dividendos distribuidos por sectores

CUADRO 7

Millones de euros	2010	2011	Variación (%)
Energía	2.731	3.336	22,2
Industria	1.388	1.710	23,2
Comercio y servicios	7.672	9.699	26,4
Construcción e inmobiliario	1.329	1.485	11,7
Entidades de crédito	6.080	4.773	-21,5
Entidades de seguros	653	521	-20,2
Ajustes*	-171	1	-
Total	19.682	21.525	9,4

Fuente: CNMV.

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

Los sectores de las entidades de crédito y seguros fueron los únicos que experimentaron un recorte en 2011 en la cuantía de los dividendos distribuidos. En el caso de las entidades de crédito, parte de dicha caída se debió a los mecanismos de retribución basados en la entrega de acciones liberadas.

Cabe destacar los incrementos de los sectores de la energía, por el distinto patrón temporal en la distribución de dividendos de una sociedad con peso significativo en la muestra, y de comercio y servicios, por el pago de dividendos contra reservas y el reparto de las plusvalías generadas por la venta de participaciones societarias en 2011.

15 Fuente: *Boletín estadístico* del Banco de España.

10 Conclusiones

El beneficio neto del conjunto de las sociedades cotizadas en 2011 disminuyó un 31,2% respecto a 2010. Esta evolución se hizo extensible a todos los sectores, con la excepción de las entidades de seguros.

La tasa de crecimiento del beneficio neto de las entidades no financieras fue negativa en 2011 (-30,4%), explicada, principalmente, por (i) los resultados derivados de operaciones no recurrentes, que tuvieron un impacto positivo significativo en 2010; (ii) la caída de los resultados de explotación, a pesar del crecimiento de las ventas, debido al incremento de los costes de aprovisionamiento, gastos de personal y de amortización; (iii) el aumento de los gastos financieros por la evolución desfavorable de los tipos de interés; y (iv) la disminución de los resultados obtenidos por las entidades valoradas por el método de la participación. El impacto negativo de estos factores no pudo ser compensado con el aumento del resultado de las operaciones interrumpidas y el descenso del gasto por el impuesto de sociedades.

Los beneficios de las entidades de crédito, que descendieron un 36,2% en 2011, continuaron condicionados por el deterioro de la cartera crediticia, acompañado de nuevas provisiones por morosidad, las pérdidas por deterioro de activos, la intensificación de la competencia en la captación de pasivo y las dificultades de acceso a la financiación en los mercados mayoristas en un escenario de tensionamiento en los mercados de deuda soberana europea.

En 2011, los flujos de efectivo que generaron las entidades no financieras disminuyeron un 71,5% con respecto al ejercicio anterior debido a la disminución de los flujos generados por las actividades de explotación y al incremento de las salidas netas de flujos de efectivo por actividades de financiación –por el incremento de los dividendos pagados y de las adquisiciones de autocartera–, pese al descenso de las salidas netas de efectivo por actividades de inversión.

Las entidades de crédito, en cambio, aumentaron sus flujos de tesorería debido a la contracción de la inversión crediticia, la apelación a la liquidez del BCE y las políticas de pago de dividendos con acciones. Este incremento de liquidez se destinó en parte a atender vencimientos de pasivos exigibles y a la adquisición de deuda pública. No obstante, los incrementos continuados en la ratio de morosidad y en el volumen de adjudicaciones y daciones en pago de deudas durante 2011, tendencia que se repitió durante el primer semestre de 2012 en un contexto de contracción de la actividad económica doméstica, reflejan las dificultades a las que se enfrentan las entidades de crédito en los próximos meses.

Informe Anual de Gobierno Corporativo de las compañías del Ibex 35 del ejercicio 2011

Sara Ruiz de la Vega y Tomás Corral Blázquez (*)

(*) Sara Ruiz de la Vega y Tomás Corral Blázquez pertenecen al Departamento de Informes Financieros y Corporativos de la CNMV. Este artículo está basado en el Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del Ibex 35 (ejercicio 2011) publicado en julio de 2012 por la CNMV.

1 Introducción

El presente artículo muestra las principales características del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas pertenecientes al Ibex 35¹ durante el ejercicio 2011. Para ello, y con el objetivo de detectar posibles tendencias en el comportamiento de las variables más relevantes, se han analizado los informes anuales de gobierno corporativo (IAGC) de los ejercicios 2007 a 2011².

En cuanto a la organización del artículo, en la sección segunda se analiza la estructura de la propiedad de las sociedades cotizadas y el grado de participación de los accionistas en las juntas generales. La sección tercera se centra en la administración de la sociedad y en la diversidad de género y la cuarta en el control de riesgos y, en particular, en los sistemas internos de control y gestión de riesgos en relación con el proceso de emisión de la información financiera. Las remuneraciones del Consejo y de la alta dirección se tratan en la sección quinta. La sección sexta se refiere a la aplicación del principio de cumplir o explicar y en ella se revisa el grado de seguimiento general de las recomendaciones del Código Unificado³ y la calidad de las explicaciones. El artículo se cierra con las correspondientes conclusiones.

2 Estructura de la propiedad y participación en Junta general

2.1 Estructura de la propiedad

Uno de los elementos clave para comprender el gobierno corporativo de una sociedad es la identificación de su estructura de la propiedad, porque determina la composición de su Consejo, de sus comisiones delegadas y las prácticas seguidas por todos ellos. Este aspecto también es muy relevante porque los datos históricos muestran que el grado de participación de los accionistas en las juntas generales está directamente vinculado al tipo de accionista y a la concentración de la propiedad.

1 La composición del índice a 31 de diciembre de 2011 era la siguiente: Abengoa, Abertis Infraestructuras, Acciona, Acerinox, ACS Actividades de Construcción y Servicios, Amadeus IT Holding, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Banco de Sabadell, Banco Popular Español, Banco Santander, Bankia, Bankinter, Bolsas y Mercados Españoles Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, Caixabank, Distribuidora Internacional de Alimentación, Ebro Foods, Enagás, Endesa, Ferrovial, Fomento de Construcciones y Contratas, Gamesa Corporación Tecnológica, Gas Natural SDG, Grífols, Iberdrola, Indra Sistemas, Industria de Diseño Textil, International Consolidated Airlines Group, Mapfre, Mediaset España Comunicación, Obrascon Huarte Lain, Red Eléctrica Corporación, Repsol, Sacyr Vallehermoso, Técnicas Reunidas y Telefónica.

2 CNMV (2007–2011), informes de gobierno corporativo de las entidades que integran el Ibex 35.

3 CNMV (2006), *Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas*.

En los IAGC, las sociedades deben identificar a aquellos accionistas con una participación igual o superior al 3% de los derechos de voto y a aquellos que, con un porcentaje inferior al 3%, tengan la posibilidad de proponer o hayan propuesto la designación o destitución de algún miembro del Consejo de administración. En el caso de los consejeros, esta obligación es más exigente y deben notificar cualquier participación que posean en el capital de la sociedad.

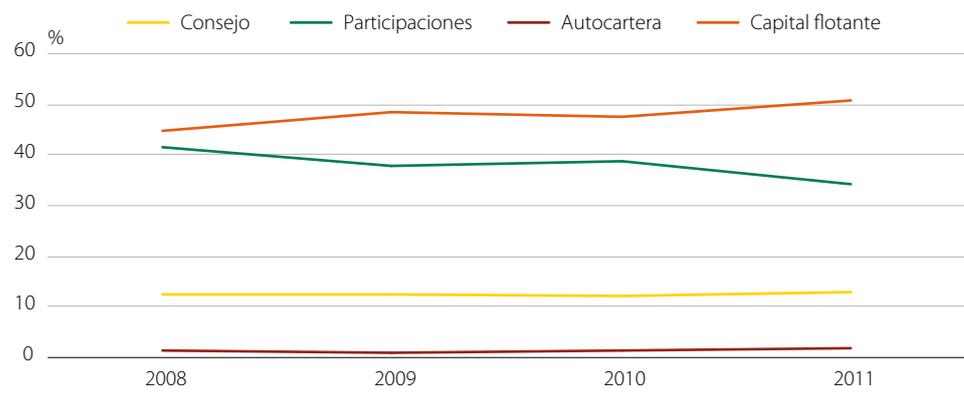
Al cierre del ejercicio 2011, el capital social de las sociedades del Ibex 35 ascendía a 33.323,3 millones de euros, lo que supone un incremento del 8,6% respecto a la cifra agregada del ejercicio anterior. Por otro lado, la capitalización bursátil disminuyó un 8,8% respecto al cierre de 2010, siguiendo la tendencia de los últimos años, reflejo de la actual crisis financiera.

Según los datos aportados en los IAGC de 2011, el 34,2% del capital social de las sociedades del Ibex está en manos de los accionistas significativos, mientras que los consejeros poseen el 13,1% y las compañías mantienen un 2% de acciones propias. Así pues, el 50,7% restante puede considerarse como una aproximación del capital flotante.

El gráfico 1 muestra la evolución de la distribución del capital social por tipo de accionista.

Distribución del capital de las compañías del Ibex 35

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV.

Resulta interesante destacar que en ocho sociedades –el 22,8% del total– existe alguna persona, física o jurídica, que posee la mayoría de los derechos de voto o que ejerce o puede ejercer el control, frente a once compañías en 2010. El descenso se debe a la variación en la composición del índice y a que los accionistas mayoritarios de dos sociedades han perdido el control.

Del análisis de la información facilitada por las compañías, en relación a la distribución del capital, se pueden extraer las siguientes conclusiones:

I. Participaciones del Consejo:

- El capital en poder del Consejo de administración ha aumentado en 0,9 puntos porcentuales respecto al año anterior –alcanzando el 13,1%–, consolidándose así la tendencia alcista iniciada en 2007.

- La mayor variación de la participación se registra en los consejeros dominicales⁴, que, en promedio, aumenta en casi tres puntos porcentuales hasta situarse en el 10,1%. Este incremento se justifica básicamente por la recalificación de un consejero ejecutivo a dominical.
- Por otro lado, cabe destacar la participación de los consejeros independientes en el capital de las sociedades del Ibex, ya que un 56% del total de los independientes han declarado participaciones.

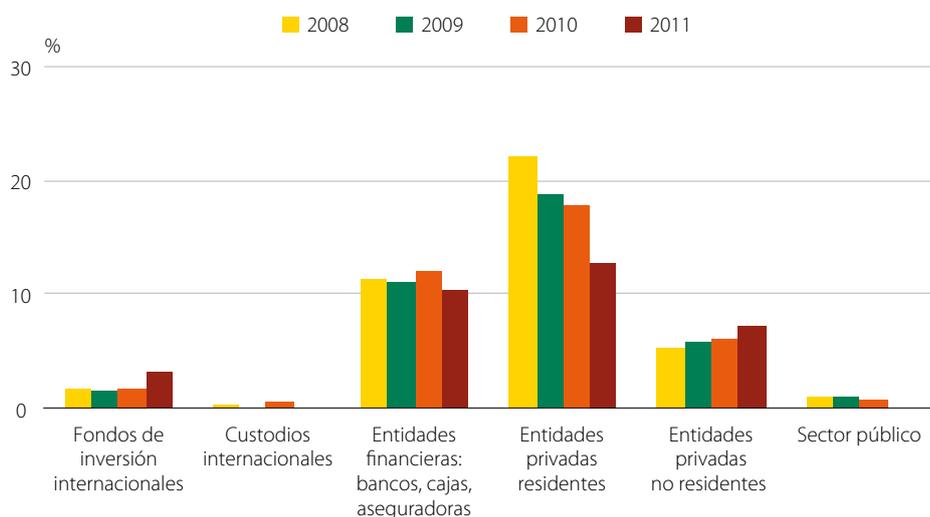
II. Accionistas significativos no consejeros⁵:

- La presencia de los accionistas significativos no consejeros en el capital de las empresas del Ibex se ha reducido, situándose en promedio en el 34,2% del capital, casi cinco puntos porcentuales menos que en 2010.

El gráfico 2 muestra su distribución por tipología de inversores.

Distribución de los accionistas significativos por tipología

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV.

- Las variaciones más relevantes respecto al año anterior se encuentran en las entidades privadas residentes y las entidades financieras, que han reducido su presencia en el capital en 4,9 y 1,7 puntos porcentuales, respectivamente.
- En el lado opuesto se encuentran los fondos de inversión internacionales y las entidades privadas no residentes, que han incrementado ligeramente su participación.

4 Dicha participación hace referencia a la que poseen los propios consejeros, ya sea de forma directa o indirecta. No confundir con la participación que posee el accionista significativo al que representan.

5 En este grupo se incluyen las participaciones significativas de los accionistas no consejeros que alcanzan o superan, de forma directa o indirecta, el 3% del capital social. También se recogen aquellos paquetes accionariales comunicados que, sin llegar al porcentaje señalado, permiten ejercer una influencia notable.

- Como consecuencia del proceso de reestructuración de las entidades de crédito, la gran mayoría de las cajas de ahorro han aportado su negocio financiero a entidades bancarias con forma jurídica de sociedad anónima. Como resultado, encontramos que se ha reducido el número de cajas de ahorro que participan en el capital de las sociedades del Ibex, de ocho en 2010 a dos en 2011 y ha aumentado, de dos en 2010 a cinco en 2011, el número de bancos que declaran participaciones significativas.

III. Autocartera:

- En promedio, la autocartera declarada por el conjunto de las compañías del Ibex ascendió al 2,02%, casi un punto porcentual más que en 2010. Al cierre del ejercicio, un total de 27 sociedades mantenían acciones propias en cartera.
- Cabe resaltar que las sociedades que integran el sector de la construcción son las que declaran un mayor porcentaje de autocartera.
- En relación con la operativa con acciones propias, 19 entidades declaran resultados por operaciones de autocartera: diez de ellas obtuvieron, en promedio, unas minusvalías por importe de 6,7 millones de euros y las nueve restantes registraron, en promedio, unas plusvalías de 4,1 millones de euros.

IV. Capital flotante:

- El promedio de capital flotante de las sociedades del Ibex ha aumentado en tres puntos porcentuales respecto al año anterior, consolidándose la tendencia creciente iniciada en 2007 y solo interrumpida en 2010.
- El 63% de las compañías del Ibex cuentan con un capital flotante superior al 40%, mientras que una sociedad mantenía un capital flotante inferior al 15%.

V. Pactos parasociales:

Un total de 19 pactos parasociales estaban en vigor al cierre del ejercicio 2011, cuatro más que en el año anterior, y afectaban a 17 entidades del Ibex con un promedio de capital por pacto del 29,4%.

El 53% de los pactos regulan la sindicación de los derechos de voto, un 16% reglamenta únicamente la libre transmisibilidad de las acciones y, en los restantes pactos, se regula el ejercicio del voto para determinados puntos del orden del día en las juntas generales de accionistas, la composición del Consejo de administración y sus comisiones o un derecho de adquisición preferente.

2.2 Participación de los accionistas en las juntas generales

En 2011, la participación de los accionistas de las sociedades cotizadas en las juntas generales ha aumentado, situándose en el 72,9% del capital social, reanudando la tendencia creciente iniciada en 2006 y solo interrumpida en 2010.

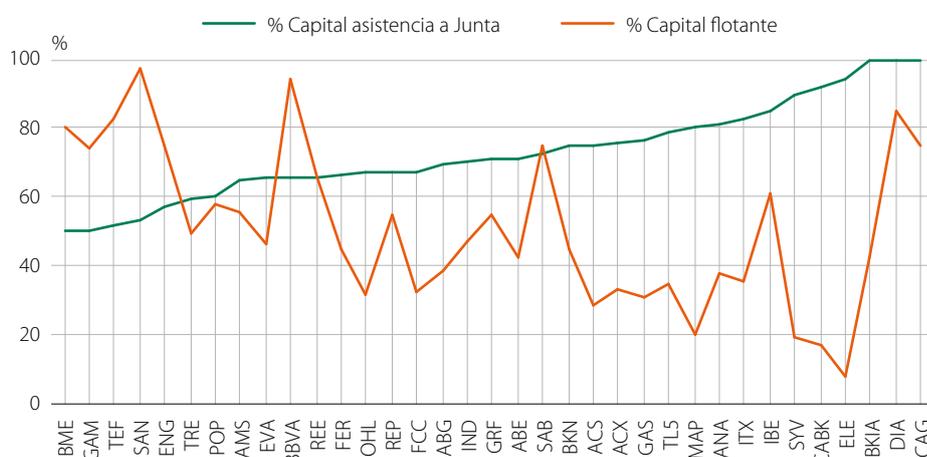
El nivel de presencia física en las juntas aumentó en casi cinco puntos porcentuales, mientras la participación en representación descendió en algo más de dos puntos porcentuales y el voto a distancia en algo más de un punto porcentual.

Un aspecto a destacar es el retroceso que se ha producido en el número de sociedades en las que se utiliza el voto a distancia en las juntas, que pasó de 18 en 2010 a 15 en 2011.

En los últimos años, las compañías cotizadas han puesto especial énfasis en la adopción de medidas para favorecer la participación de los accionistas minoritarios en las juntas generales. Sin embargo, en el gráfico 3 se puede observar que, en 2011, como en años anteriores, un mayor porcentaje de accionistas minoritarios no suele corresponderse, en promedio, con un menor nivel de participación en las juntas.

Participación del capital en Junta frente al capital flotante de cada entidad

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV.

3 Estructura de la administración

3.1 Consejo de administración

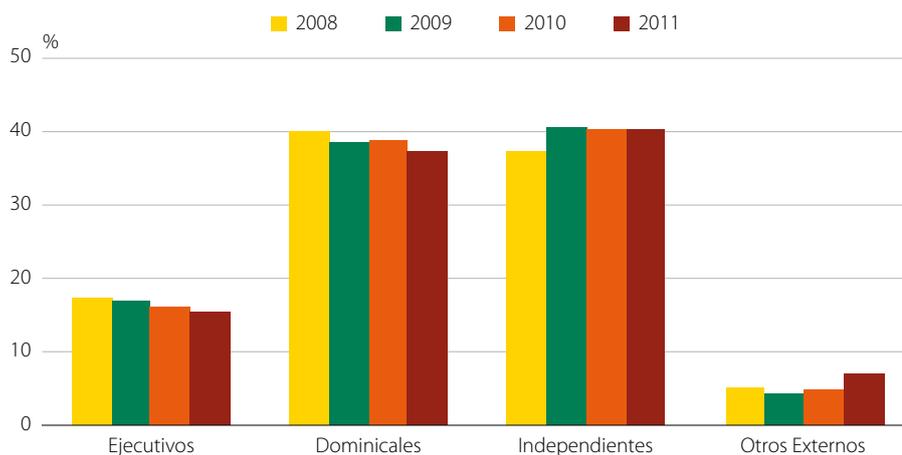
Los datos relativos al tamaño del Consejo y la tipología de sus miembros se mantienen en línea con los de años anteriores. Así, el tamaño medio de los consejos de administración se sitúa en 14,4 miembros (14,3 en 2010).

Del mismo modo, los datos de 2011 en cuanto a la composición del Consejo dan continuidad a la tendencia observada desde 2008, consistente en una disminución de los consejeros ejecutivos y dominicales. En 2011 también se produce un aumento de 2,1 puntos porcentuales respecto al ejercicio anterior de los consejeros calificados como «otros externos».

El gráfico 4 muestra la evolución en la tipología de los administradores que conformaron los consejos de las sociedades del Ibex en los últimos cuatro ejercicios.

Composición del Consejo por tipología

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV.

En relación con los consejeros independientes, su presencia en el consejo se mantiene en el 40,2%, aumentando el porcentaje de sociedades que cuentan con una proporción de consejeros independientes superior al tercio recomendado por el Código Unificado (74,3% en 2011 frente al 71,4% en 2010).

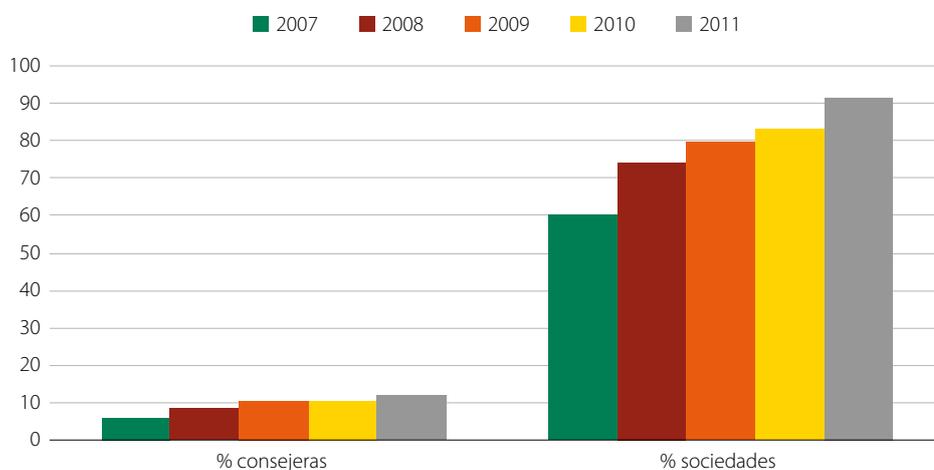
3.2 Diversidad de género

Uno de los aspectos donde se aprecian mayores avances en relación con la composición de los consejos de administración es el relativo a la diversidad de género, si bien este es un campo con mucho recorrido para mejorar.

En 2011, el 91,4% de las sociedades del Ibex contaban con la presencia de alguna mujer en su consejo, lo que supone un incremento de 8,5 puntos porcentuales respecto al ejercicio anterior. Este dato da continuidad a la tendencia creciente observada desde 2007. El gráfico 5 muestra esta evolución.

Presencia de mujeres en los consejos

GRÁFICO 5



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

Además, el número total de consejeras se ha incrementado un 15,1% respecto al dato de 2010, siendo el peso relativo de las mujeres en los consejos del 12,1%, frente al 10,6% registrado el ejercicio anterior. No obstante, como contrapunto destaca que la presencia de mujeres con cargo ejecutivo se mantiene sin cambios respecto a niveles de 2010.

4 Control de riesgos y sistemas internos de control y gestión de riesgos en relación con el proceso de emisión de la información financiera (SCIIF)

4.1 Sistemas de control de riesgos

En el difícil entorno macroeconómico en el que las sociedades se están viendo obligadas a desarrollar su actividad, los sistemas de control y gestión de riesgos son de vital importancia.

En este sentido, todas las sociedades del Ibex informan, con mayor o menor grado de detalle, de los modelos y procedimientos de sus sistemas de control de riesgos. También describen los principios en los que se basan sus políticas de control interno, siendo los más frecuentes la independencia de la función de riesgos, su gestión integral y la implicación de todo el personal de la sociedad. La información con menor grado de detalle es la relativa a las consecuencias de la posible materialización de los riesgos, es decir, las implicaciones de los riesgos asumidos y su evaluación en términos de impacto.

En 2011 se produce un incremento del número de sociedades que identifican los riesgos concretos que se han materializado durante el ejercicio, pasando del 45,7% en 2010 al 51,43% en 2011. Al mismo tiempo, se produce un descenso de casi siete puntos porcentuales respecto a 2010 del número de sociedades que indican que no se ha materializado ningún riesgo durante el ejercicio.

No se observan variaciones respecto al ejercicio anterior en los órganos elegidos por las sociedades para establecer y supervisar los dispositivos de control: en el 71,4% de los casos es el comité de auditoría, en el 11,4% es el Consejo de administración y en el 17,1% restante, la Comisión de riesgos.

4.2 Sistemas internos de control y gestión de riesgos en relación con el proceso de emisión de la información financiera (SCIIF)

La Ley de Economía Sostenible introdujo un nuevo artículo 61 bis en la Ley del Mercado de Valores⁶ que amplió el contenido del IAGC, exigiendo una descripción de las principales características de los sistemas internos de control y gestión de riesgos

6 Véase «Modificaciones introducidas por la Ley de Economía Sostenible en el mercado de valores», de Adela Aguilar, Fernando Ibáñez y Ángel Domínguez, en el *Boletín Trimestral* de la CNMV, del tercer trimestre del 2011.

en relación con el proceso de emisión de la información financiera. Esta nueva obligación está en vigor desde el ejercicio 2011.

Las sociedades del Ibex han realizado, con mayor o menor detalle, una descripción de su SCIIF en sus informes anuales de gobierno corporativo, cumpliendo con carácter general lo establecido en la LMV. Sin embargo, en algunos casos el contenido tiene un carácter demasiado generalista.

A continuación se resumen los aspectos más relevantes sobre los que informan las sociedades del Ibex en relación a los cinco componentes del SCIIF:

1. Entorno de control de la entidad sobre la información financiera: todas las sociedades identifican al Consejo de administración como responsable de la existencia y mantenimiento del SCIIF, y al Comité de auditoría como responsable de su supervisión.
2. Evaluación del riesgo de la información financiera: todas las sociedades, excepto dos, desglosan las características de sus procesos para identificar los riesgos de la información financiera.
3. Actividades de control: todas las sociedades, excepto dos, describen las actividades que tienen implementadas para mitigar los riesgos de error en la información financiera. Sin embargo, no se identifica con claridad el nivel máximo de autoridad dentro de la sociedad encargado de revisar las principales estimaciones, valoraciones y proyecciones.
4. Información y comunicación: todas las sociedades, excepto dos, informan de la existencia de mecanismos para transmitir las políticas contables al personal encargado de elaborar la información financiera, y de sistemas de información que permiten recabar la información financiera que fundamenta los estados financieros.
5. Supervisión del funcionamiento del sistema: todas las sociedades identifican al Comité de auditoría como órgano responsable, y señalan que la función de auditoría interna colabora con dicho comité en esta función.

5 Remuneraciones del Consejo y la alta dirección

5.1 Informe anual de remuneraciones de los consejeros

Según el artículo 61 ter de la Ley del Mercado de Valores ya mencionado, las sociedades anónimas cotizadas deben elaborar un informe anual sobre las remuneraciones de sus consejeros y someterlo al voto consultivo de la junta⁷. Dicho informe debe incluir información completa, clara y comprensible sobre la política de remun-

7 Con anterioridad a la Ley de Economía Sostenible estos requisitos eran recomendaciones del Código Unificado.

neraciones de la sociedad aprobada por el Consejo para el año en curso, así como, en su caso, la prevista para años futuros y un resumen global de cómo se aplicó dicha política durante el ejercicio, detallando las retribuciones individuales devengadas por cada uno de los consejeros.

La Ley de Economía Sostenible también dispone que el Ministro de Economía y Competitividad o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, determinará el contenido y estructura del informe de remuneraciones que podrá contener información, entre otras cuestiones, sobre el importe de los componentes fijos, los conceptos retributivos de carácter variable y los criterios de rendimiento elegidos para su diseño, así como sobre el papel desempeñado, en su caso, por la comisión de retribuciones.

Todavía no ha sido publicada la correspondiente Orden Ministerial habilitadora, por lo que la CNMV no ha podido establecer un modelo de informe anual sobre las remuneraciones de los consejeros. Como consecuencia, la información recogida en los informes presentados por las sociedades a las juntas de 2012 no es homogénea y, en algunos casos, resulta incompleta.

Los principales problemas detectados en la revisión de los informes de retribuciones correspondientes al ejercicio 2011 son los siguientes:

- Al no existir un modelo normalizado, los informes presentan estructuras dispares y, en algunos casos, resulta complejo extraer la totalidad de la remuneración devengada por un consejero por todos los conceptos retributivos.

Los informes se dividen por capítulos en función de los conceptos retributivos e indican lo que percibe cada consejero por cada concepto, pero en muchos casos no reflejan la suma total. Además, hay sociedades que aportan un resumen de la retribución total individualizada por las funciones como consejero, pero no incluyen los sueldos y la remuneración variable devengada por las funciones como ejecutivo.

- En determinados casos, no se informa sobre la remuneración que han devengado los consejeros por pertenecer a los órganos de administración de las filiales.
- La retribución devengada por los consejeros que han cesado en el cargo a lo largo del ejercicio no computa como remuneración en varias sociedades.

5.2 Remuneraciones del Consejo

En el cuadro 1 se incluye la evolución, en cifras agregadas, de las retribuciones devengadas por los consejos de las sociedades del Ibex 35 en los últimos cuatro años según los datos que figuran en los IAGC⁸:

8 La información cuantitativa sobre remuneraciones ha sido obtenida de los IAGC y no de los informes anuales de retribuciones, debido, como se ha mencionado, a la ausencia de un modelo normalizado y la consecuente presentación heterogénea de datos en dichos informes de retribuciones, así como a la ausencia de series históricas homogéneas que permitan realizar un análisis de tendencias y evolución.

Remuneración de los miembros del Consejo

CUADRO 1

	Consejo			
	2008	2009	2010	2011
Retribución (nº de sociedades)				
Hasta 1 millón de euros	1	–	–	–
Entre 1 y 3 millones de euros	10	10	11	10
Entre 3 y 6 millones de euros	9	7	8	9
Más de 6 millones de euros	15	17	16	16
Importe de la retribución (miles de euros)				
Promedio por consejo	7.551	8.679	7.169	7.526
Promedio por consejero	521	602	500	522
Consejeros ejecutivos	2.206	2.720	2.237	2.423
Consejeros externos	167	170	171	174
Promedio sobre resultados (en %)¹	1,27	1,60	1,54	1,83
Distribución por conceptos (% s/total)				
Retribución fija	38	34	39	40
Retribución variable	29	30	31	33
Dietas	7	7	8	8
Otras remuneraciones	25	30	22	19
Origen de las retribuciones (% s/total)				
La propia sociedad	93	93	93	93
Otras sociedades del grupo	7	7	7	7

Fuente: CNMV.

1 Para el cálculo de este promedio no se han tenido en cuenta a las compañías que han obtenido resultados negativos.

En el año 2011, la remuneración devengada por los consejos de administración de las sociedades del Ibex ascendió, en promedio, a 7,5 millones de euros, un 5% más que el año anterior. La retribución media por consejero se situó en 522.000 euros anuales, lo que supone un incremento del 4,4% respecto a 2010.

El origen de este incremento se encuentra, fundamentalmente, en el aumento de la retribución variable de dos compañías, cuya retribución representa el 22% del total de las retribuciones de las sociedades del Ibex. Cabe resaltar que cuatro sociedades del Ibex declaran incrementos superiores al 20% en la retribución de sus consejeros respecto a 2010.

En relación a la estructura retributiva de los consejeros destaca lo siguiente:

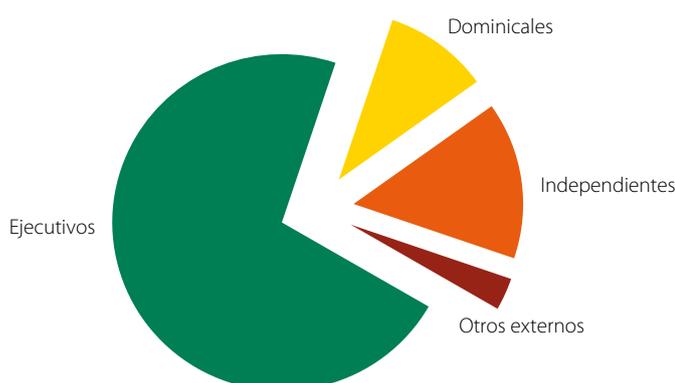
- El promedio de la retribución fija por consejo se situó en tres millones de euros y representa el 39,8% de la remuneración total, lo que supone un incremento del 6,8% respecto a 2010.
- El promedio de la retribución variable de las sociedades del Ibex asciende a 2,5 millones de euros, lo que representa el 33,3% del total, habiéndose incrementado en un 13,8% respecto a 2010.

- La retribución fija y variable representan el 73,1% del total de la remuneración del consejero.
- Es destacable el aumento de la importancia relativa del componente fijo de la remuneración, que ha aumentado en seis puntos porcentuales desde 2009 hasta situarse en el 39,8% en 2011.

El gráfico 6 muestra la distribución de las retribuciones devengadas por los miembros del Consejo de administración en 2011, por tipología de consejero:

Distribución de la retribución por tipología de consejero

GRÁFICO 6



Fuente: CNMV.

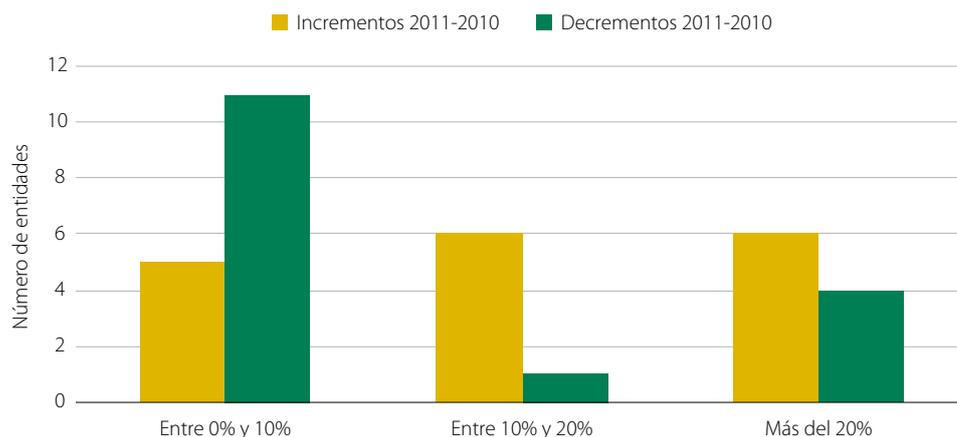
Los consejeros ejecutivos representan un 15,5% del consejo y el importe agregado de sus retribuciones supone el 71,8% del total devengado por el consejo. Los dominicales, que representan un 37,2%, obtienen el 10% del total de las compensaciones al consejo. Los independientes representan un 40,2% y obtienen el 15,1% y los consejeros calificados como «otros externos», que representan un 7,1%, obtienen el 3,1% restante.

La remuneración media de los consejeros ejecutivos se ha incrementado un 8,3% respecto al año anterior, situándose en 2,4 millones de euros, mientras que ha disminuido su representación en el Consejo. Este aumento tiene su origen en dos sociedades que han incrementado sus retribuciones variables.

En el 68,6% de las sociedades, la retribución media de los consejeros independientes supera los 100.000 euros (2,42 millones de euros es la media de los ejecutivos).

La retribución media de los consejos de administración de las 33 compañías del Ibex que obtuvieron resultados positivos en 2011 representa, en promedio, el 1,9% del beneficio atribuido a la sociedad dominante, frente al 1,5% en 2010.

En el gráfico 7 se muestran las variaciones interanuales de la remuneración media de los consejeros.



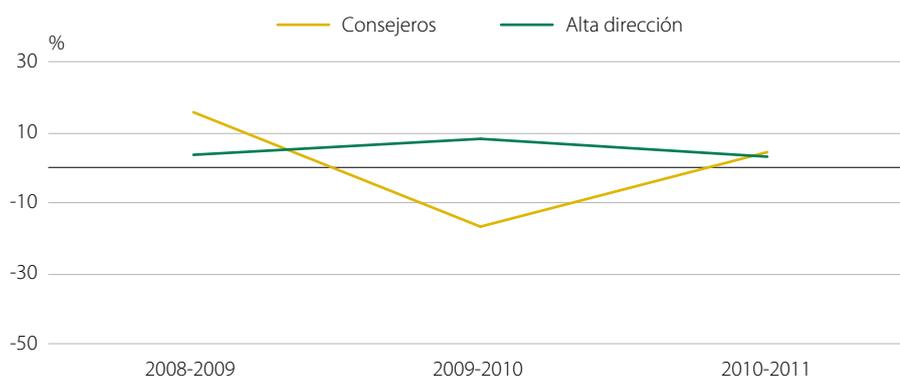
Fuente: CNMV

La remuneración disminuyó en 16 de las 35 empresas que componen el índice, concentrándose este descenso en aquellas sociedades que disminuyen la retribución entre el 0% y el 10%.

5.3 Remuneraciones de la alta dirección

En el gráfico 8 se muestran las tasas de variación de las retribuciones medias de los consejeros y de los altos directivos de los últimos años:

Variación de la retribución media de los consejeros y de los altos directivos



Fuente: CNMV.

- En el ejercicio 2011, el número de miembros de la alta dirección⁹ de las compañías del Ibex ascendía a 482 (513 en 2010) y su retribución media se situó en 777.000 euros, lo que representa un incremento del 3,1% respecto al año anterior.

9 Según las definiciones del Código Unificado, se entiende por alto directivo aquel que tenga dependencia directa del consejo o del primer ejecutivo de la compañía y, en todo caso, el auditor interno.

Este incremento se explica, fundamentalmente, por el aumento de la retribución en dos sociedades. Por otro lado, una entidad ha reducido drásticamente la retribución de sus altos directivos, pasando de 6,8 millones de media en 2010 a un millón en 2011.

- Cinco sociedades del Ibex incrementaron la retribución media por directivo más del 15%, mientras que otras tres la redujeron más de un 5%.
- En promedio, las retribuciones de la alta dirección representan el 2,6% de los resultados del ejercicio, porcentaje similar al registrado en 2010.

En 2011 se produjo un aumento en el número de beneficiarios de cláusulas de blindaje, pasando de 251 directivos en 2010 a 260. Sin embargo, se mantuvo constante el porcentaje de sociedades del Ibex que tienen constituidas este tipo de cláusulas a favor de sus directivos (89%).

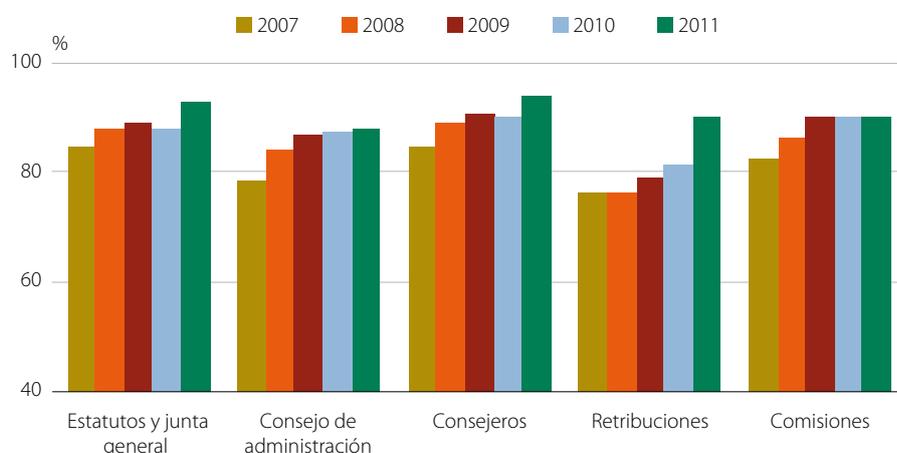
6 Aplicación del principio «cumplir o explicar»: grado de seguimiento general de las recomendaciones del Código Unificado y calidad de las explicaciones

De acuerdo con el principio de «cumplir o explicar», las sociedades cotizadas deben indicar en su IAGC el grado de seguimiento de las 58 recomendaciones del Código Unificado –señalando si las cumplen total o parcialmente o si no siguen cada una de ellas– y explicar, en su caso, las prácticas o criterios por las que se apartan de las recomendaciones.

En el gráfico 9 se incluye, en promedio, el grado de seguimiento total de las recomendaciones del Código Unificado, agrupadas por categorías, de las sociedades cotizadas para los ejercicios 2007 a 2011.

Seguimiento de las recomendaciones del Código

GRÁFICO 9



Fuente: CNMV.

Algunas conclusiones relevantes son las siguientes:

- El grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado declarado por las sociedades en sus IAGC es alto y se ha incrementado en algo más de dos puntos porcentuales respecto al ejercicio 2010, hasta alcanzar un 90,2% en el ejercicio 2011. El grado medio de seguimiento de todas las sociedades cotizadas en 2010 fue del 78,1%.

Este incremento en el Ibex se debe fundamentalmente a dos motivos: el aumento de 30 puntos porcentuales en el grado de seguimiento registrado en una sociedad, y la adopción de las recomendaciones sobre el régimen de aprobación y transparencia de las retribuciones de los consejeros.

En este sentido, es interesante destacar que con la incorporación al ordenamiento jurídico de las recomendaciones 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– se ha producido un incremento de 8,8 puntos porcentuales en el grado de seguimiento de las recomendaciones sobre el régimen de aprobación y transparencia de las retribuciones de los consejeros.

- El ejercicio 2011 es el primero en el que las recomendaciones del Código Unificado con menor grado de seguimiento son las relativas al consejo de administración. En particular, destacan por su bajo seguimiento las recomendaciones sobre el tamaño y las competencias del consejo.
- Todas las sociedades del Ibex, excepto una, siguen más del 75% del Código Unificado. Veinte compañías –el 57,1% del total– cumplen más del 90%, de las cuales tres declaran cumplir el 100% de las recomendaciones.

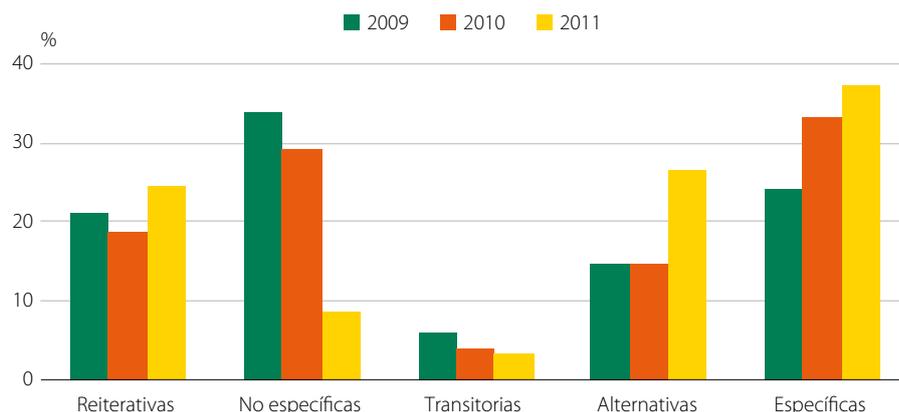
6.1 Calidad de las explicaciones

En 2011, y por tercer año consecutivo, se han analizado las explicaciones proporcionadas en los IAGC sobre las diez recomendaciones menos seguidas por las sociedades del Ibex.

El siguiente gráfico muestra la evolución de la clasificación de las explicaciones proporcionadas por las sociedades del Ibex en los últimos tres años¹⁰:

10 Dicha clasificación se ha llevado a cabo basándose en el informe para la Comisión Europea elaborado por RiskMetrics Group (2009, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm):

- Redundantes: aquellas que reiteran el hecho del incumplimiento o solo indican la existencia de una desviación respecto de la recomendación.
- Alternativas: no explican las causas por las que existe incumplimiento, pero incluyen información adicional específica como alternativa a la recomendación.
- No específicas: motivan de forma genérica un desacuerdo con la recomendación y no desarrollan una explicación específica para la sociedad en concreto.
- Transitorias: la sociedad declara un compromiso para adoptar las medidas necesarias con el objetivo de cumplir la recomendación en el futuro.
- Específicas: las que informan sobre una situación específica para la sociedad en concreto y explican los motivos por los que esta circunstancia les impide cumplir la recomendación.



Fuente: CNMV.

El conjunto de explicaciones clasificadas como reiterativas y no específicas se ha ido reduciendo de forma continuada en los tres ejercicios analizados. Este descenso es de unos 20 puntos porcentuales para el periodo completo. Esto, unido al incremento de 13 puntos porcentuales experimentado en las explicaciones específicas (cuatro puntos porcentuales en 2011), evidencia una tendencia de mejora en la calidad de las explicaciones.

7 Conclusiones

Siguiendo la tendencia de los últimos cuatro ejercicios, el grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado declarado por las sociedades en sus IAGC vuelve a incrementarse en 2011, hasta alcanzar un 90,2%. Teniendo en cuenta que el seguimiento medio de todas las sociedades cotizadas en 2010 fue del 78,1%, puede concluirse que las sociedades que cotizan en el Ibex 35 mantienen un nivel muy alto de adopción de las recomendaciones del Código Unificado.

A lo anterior cabe añadir la evolución positiva de la calidad de las explicaciones ofrecidas por las sociedades cuando se apartan de lo recomendado por el Código Unificado, que también continúa la tendencia de mejora observada desde 2009. El conjunto de explicaciones redundantes y no específicas ha disminuido, considerando el periodo completo (de 2009 a 2011) en unos 20 puntos porcentuales. Las explicaciones específicas han aumentado en el mismo periodo en 13 puntos porcentuales.

Por primera vez, las recomendaciones del Código sobre el consejo de administración (tamaño, estructura y competencias) son las que registran un menor grado de seguimiento relativo, superando a las recomendaciones sobre retribuciones, que hasta el 2011 eran las que presentaban un menor nivel de seguimiento agregado.

Sin embargo, los datos sobre el tamaño del Consejo y la tipología de sus miembros se muestran sin cambios relevantes respecto al ejercicio 2010. Así, el tamaño medio de los consejos de las compañías del Ibex es de 14,4 miembros (14,3 en 2010), y la evolución en cuanto a su composición sigue reflejando una disminución de los eje-

cutivos y dominicales y un incremento de los independientes (si bien en 2011 la presencia de estos últimos se ha mantenido constante en un 40,2%).

En relación con la presencia de mujeres en los consejos de administración, en 2011 se consolidó la tendencia creciente observada en los últimos años. El 91,4% de las sociedades del Ibex contaban con la presencia de alguna consejera, lo que supone un incremento de 8,5 puntos porcentuales respecto a 2010. Asimismo, el número total de consejeras se ha incrementado un 15,1% respecto al ejercicio precedente, alcanzando un 12,1%.

Una de las principales novedades de los IAGC del ejercicio 2011 ha sido la entrada en vigor de la reforma de la Ley del Mercado de Valores, que ha incrementado el nivel de transparencia exigido a las sociedades en relación con sus sistemas de control interno sobre el proceso de emisión de la información financiera (SCIIF). Todas las sociedades han llevado a cabo dicha descripción en sus IAGC, si bien en algunos casos se ha observado que el contenido es demasiado generalista.

Otra importante novedad que afecta a los requisitos de transparencia es la relativa a la obligatoriedad de difundir y someter a voto consultivo de la junta un informe anual de remuneraciones de consejeros. En ausencia de modelo normalizado, los informes anuales de retribuciones presentados a las juntas de 2012 no han mostrado una estructura y unos contenidos homogéneos que permitan su estudio comparado. No obstante, una vez obtenida la habilitación correspondiente mediante Orden Ministerial, la CNMV emitirá una circular que desarrollará el modelo normalizado del informe anual de remuneraciones.

Como resultado del proceso de revisión de los informes publicados en 2012, se ha observado que, en algunos casos, resulta complejo extraer la totalidad de la remuneración devengada por cada consejero y por todos los conceptos retributivos: hay sociedades que no informan sobre la remuneración derivada de la pertenencia al Consejo de administración de las filiales y hay otras que no proporcionan datos sobre la retribución devengada por los consejeros que han cesado a lo largo del ejercicio 2011.

En 2011, la retribución media por Consejo se situó en 7,5 millones de euros, lo que supone un incremento de un 5% respecto al año anterior, pese a la caída generalizada de resultados. La retribución media por consejero se situó en 522.000 euros anuales, lo que supone un incremento de un 4,4% respecto a 2010.

Por último, la capitalización bursátil de las compañías del Ibex disminuyó un 8,8% respecto al ejercicio anterior, siguiendo la tendencia de los últimos años, reflejo de la actual crisis financiera.

La participación de los accionistas en las juntas generales celebradas durante 2011 ha aumentado hasta alcanzar un 72,9% del capital social. Sin embargo, es importante destacar que el número de sociedades que utiliza el voto a distancia ha disminuido en tres sociedades en 2011, pasando de 18 a 15. En 2011, como en años anteriores, se observa una relación inversa entre el capital flotante de las sociedades y el porcentaje de asistencia a las juntas.

III Anexo legislativo

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

- **Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio**, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

La Ley 31/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva inició la adaptación de nuestra normativa a la tercera reforma de los fondos de inversión armonizados realizada por 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, en adelante OICVM, y sus normas de desarrollo: la Directiva 2010/43/CE de la Comisión, de 1 de julio de 2010, por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE, de 13 de julio de 2009, en lo que atañe a los requisitos de organización, los conflictos de intereses, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre depositarios y sociedades de gestión; y la Directiva 2010/44/UE de la Comisión, de 1 de julio de 2010, por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que atañe a determinadas disposiciones relativas a las fusiones de fondos, las estructuras de tipo principal-subordinado y el procedimiento de notificación.

Las modificaciones introducidas en la Ley 35/2003 y la obligación de continuar la transposición de las mencionadas directivas justifican la adopción de este nuevo reglamento que deroga el anterior aprobado por el Real Decreto 1309/2005.

En primer lugar, el Reglamento introduce las cuestiones técnicas necesarias para poner en funcionamiento el pasaporte europeo de las sociedades gestoras introducido por la Ley 31/2011.

Para ello, en materia de gestión de riesgos y de conflictos de interés, se introduce un régimen similar al contenido en las directivas anteriormente citadas. Así, se establece la obligación de especificar los criterios que han de emplear las SGIIC para evaluar la adecuación y la proporcionalidad de su política de gestión de riesgos a la naturaleza, la escala y la complejidad de las actividades de la SGIIC y de las IIC por ella gestionadas. De esta forma, al aclararse el modo en que ha de calcularse el riesgo global, se garantiza que las SGIIC respetan los límites a la inversión que impone la Directiva 2009/65/CE, de 13 de julio de 2009. Además, en los artículos 100 a 103 del Reglamento se establece un nuevo régimen de recursos propios de las SGIIC.

En segundo lugar, se mejora el funcionamiento del pasaporte de comercialización que permite que las IIC armonizadas sean comercializadas en cualquier Estado Miembro, independientemente de dónde estén domiciliadas, simplificando los trámites entre autoridades competentes y reduciendo los plazos.

En tercer lugar, se introduce la nueva regulación prevista en la Directiva sobre las estructuras de tipo principal-subordinado que gozarán de pasaporte comunitario. La armonización permite que la IIC principal y la subordinada estén domiciliadas en diferentes Estados Miembros, garantizando que las autoridades puedan supervisar este tipo de estructuras con mayor facilidad, en particular en una situación transfronteriza.

Por otro lado, el Reglamento introduce el régimen armonizado de fusiones transfronterizas de IIC previsto en la Directiva. Así, las IIC podrán fusionarse, con independencia de su forma jurídica, previa autorización de las autoridades competentes. Para dar mayores garantías al inversor, se complementa con el control por parte de los depositarios de las IIC involucradas del proyecto de fusión, así como con la validación por un auditor independiente.

Además, se elimina la obligación de nombrar un experto externo para emitir un informe sobre el proyecto de fusión cuando la IIC resultante sea un fondo de inversión.

Otro de los objetivos previstos por la normativa traspuesta es reforzar la protección al inversor; para ello se amplía la información obligatoria que debe recibir el inversor, diferenciándola de las comunicaciones publicitarias. Así, se armoniza de forma completa el llamado «documento de datos fundamentales para el inversor», que sustituye al anterior folleto simplificado, lo que permitirá al inversor comparar los fondos y sociedades de cualquier Estado Miembro.

Por último, el Reglamento incluye otras novedades con el objeto de trasponer la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos. Esta directiva establece el régimen aplicable al ejercicio continuo de la actividad y la transparencia de los gestores de fondos de inversión alternativos (en adelante GFIA) que gestionen y/o comercialicen fondos de inversión alternativos (FIA en adelante) en la Unión. Se entiende por FIA «todo organismo de inversión colectiva, así como sus compartimentos de inversión, que: i) obtenga capital de una serie de inversores para invertirlo, con arreglo a una política de inversión definida, en beneficio de esos inversores, y ii) no requiera autorización de conformidad con el artículo 5 de la Directiva 2009/65/CE».

Por lo tanto, toda aquella IIC que no sea armonizada, es decir, autorizada según la Directiva 2009/65/CE, será considerada como IIC alternativa. El Reglamento facilita la identificación de las IIC que cumplen con la Directiva 2009/65/CE, de 13 de julio de 2009, y las IIC que no cumplen con la misma, fijando el régimen de las disposiciones especiales aplicables a las IIC que no cumplan con la Directiva.

- **Real Decreto-Ley 20/2012, de 13 de julio**, de medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad.

En lo que respecta al ámbito del mercado de valores, este real decreto-ley modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y la Ley 44/2002, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, con objeto de incorporar al ordenamiento jurídico un nuevo instrumento financiero, la «cédula de internacionaliza-

ción», que tendrá como activo subyacente créditos de apoyo a la internacionalización de la empresa española, haciendo más atractiva a las entidades financieras la financiación de la actividad exportadora e inversora de las empresas españolas.

De este modo, se modifica el apartado 2.1 de la Ley del Mercado de Valores con el objetivo de incluir dentro de los instrumentos financieros considerados valores negociables a las cédulas de internacionalización.

Además, se añade un nuevo artículo 13 bis en la Ley 44/2002, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, que prevé que las entidades de crédito puedan realizar emisiones de cédulas de internacionalización que podrán ser admitidas a negociación en los mercados de valores de conformidad con lo previsto en la Ley del Mercado de Valores.

Por otro lado, 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, transformándose el tipo de interés definitivo a aplicar a efectos de cálculo del precio de cesión al Fondo de Titulización del Déficit del Sistema Eléctrico.

- **Reglamento (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012**, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones

La crisis financiera iniciada en 2008 ha puesto de manifiesto la existencia de ciertas debilidades en el funcionamiento de los mercados de derivados OTC, que generan riesgo sistémico.

En primer lugar, los mercados de derivados OTC se caracterizan por su falta de transparencia. Así, un mecanismo de negociación opaco limita la capacidad de las autoridades para la detección de incrementos relevantes de la posición abierta en el mercado, lo que ha impedido la toma adecuada de decisiones, al no poderse evaluar el impacto de la declaración de quiebra de una entidad sistémica. Esta situación ha fomentado durante la crisis la propagación de rumores e incertidumbres en torno a la solvencia del sistema financiero.

En segundo lugar, el riesgo de contrapartida existente en el mercado ha sido superior al percibido por las autoridades y las entidades, debido a que la cuantía de las garantías era insuficiente y a que la gestión del riesgo de contrapartida no se realizaba de forma adecuada.

Por último, el escaso grado de estandarización legal y operativa de los contratos de derivados ha generado un elevado riesgo operativo.

Teniendo en cuenta las debilidades señaladas, el objetivo de este Reglamento es reducir el riesgo sistémico, incrementando la seguridad y eficacia en los mercados de derivados OTC.

Para mejorar la transparencia de estos mercados, el Reglamento establece la obligación de informar de todos los contratos de derivados a unas entidades de nueva creación denominadas «registros de operaciones».

Por lo que respecta a la mitigación del riesgo de contrapartida, el Reglamento establece la obligación de compensar en entidades de contrapartida central (ECC) los contratos de derivados extrabursátiles pertenecientes a una categoría que haya sido declarada sujeta a dicha obligación de compensación. Además, prevé el intercambio de garantías en los contratos OTC que no se compensen de forma centralizada, con el objetivo de centralizar el riesgo de contrapartida.

Por otra parte, el Reglamento regula el procedimiento de autorización y el régimen de supervisión, además de los requisitos organizativos y normas de conducta exigibles a las ECC. La autorización deberá solicitarse a la autoridad competente del Estado Miembro en que esté establecida y será válida para todo el territorio de la Unión. En el proceso de autorización participará un colegio de autoridades que emitirá un dictamen que determine si la ECC solicitante cumple todos los requisitos establecidos en el Reglamento. La supervisión, por su parte, recaerá en la autoridad designada por cada Estado Miembro.

Por último, el Reglamento regula el procedimiento de inscripción y supervisión de los registros de operaciones, así como los requisitos organizativos exigibles. Los registros de operaciones deberán inscribirse en ESMA, que también será la autoridad encargada de su supervisión, pudiendo realizar inspecciones in situ sin previo aviso. El Reglamento prevé que la inscripción de un registro de operaciones sea válida para todo el territorio de la Unión.

- **Real Decreto-Ley 24/2012, de 31 de agosto**, de reestructuración y resolución de entidades de crédito.

Este real decreto-ley supone una sustancial reforma del sistema español de reestructuración y resolución de entidades de crédito existente hasta la fecha, reforzando los poderes de intervención del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB).

Su aprobación se enmarca dentro del programa de asistencia a España para la recapitalización del sector financiero acordado en el seno del Eurogrupo y que se ha traducido, entre otros documentos, en la aprobación de un Memorando de Entendimiento. Con la aprobación de esta norma se da adecuado cumplimiento a aquellas medidas cuya adopción estaba prevista para el mes de agosto de este año y se adelanta el cumplimiento de algunas medidas que el Memorando prevé para fechas posteriores.

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

El procedimiento de actuación temprana está basado en la propuesta de directiva por la que se establece un marco para el rescate y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión que lanzó la Comisión Europea en junio de este año.

Las entidades que deberán adoptar estas medidas serán aquellas que no cumplan o es razonable que no cumplan los requisitos de solvencia, pero es previsible que puedan superar esta situación de dificultad por sus propios medios o a través de un apoyo financiero excepcional mediante instrumentos convertibles en acciones.

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

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

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

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

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

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

En relación con los instrumentos de resolución, se ha tenido de nuevo en cuenta la propuesta de directiva anteriormente mencionada, incluyéndose la venta del negocio de la entidad a un tercero, la transmisión de activos o pasivos a un banco puente, o la transmisión de activos o pasivos a una sociedad de gestión de activos. En el caso de que se abra el proceso de resolución, además, se deberá proceder a la sustitución del órgano de administración.

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

Además, el Real Decreto-Ley introduce disposiciones sobre las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada que aclaran la

cuestión de quién debe financiar las medidas de reestructuración y de resolución de una entidad bancaria, partiéndose del principio de que los accionistas y acreedores han de sufragar los gastos de la reestructuración o la resolución antes que los contribuyentes.

Por ello, se establecen mecanismos voluntarios y obligatorios de gestión de instrumentos híbridos de capital, que podrán implicar quitas tanto en las participaciones preferentes como en la deuda subordinada, siendo el FROB el encargado de aplicarlas.

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

Por otro lado, se prevén medidas de protección del inversor en relación con la comercialización de instrumentos híbridos y otros instrumentos complejos para el cliente minorista, entre los que se incluyen las participaciones preferentes.

Además, se intensifican los poderes de control que tiene la Comisión Nacional del Mercado de Valores en relación con la comercialización de productos de inversión por parte de las entidades, especialmente en relación con los citados productos complejos.

Por último, se modifican los requisitos y la definición de capital principal con los que deben cumplir los grupos consolidables de entidades de crédito, así como las entidades no integradas en un grupo consolidable, estableciéndose un único requisito del nueve por cien de las exposiciones ponderadas por riesgo que deberán cumplir a partir del 1 de enero de 2013.

IV Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ²
IMPORTES EFECTIVOS³ (millones de euros)								
Total	11.390,7	16.012,7	17.317,5	6.336,5	2.946,5	3.374,4	5.409,2	4.863,5
Ampliaciones de capital	11.388,7	15.407,0	17.221,5	6.336,5	2.850,5	3.374,4	5.358,6	4.863,5
De ellas, mediante OPS	17,3	958,7	6.441,3	8,4	2.736,6	880,7	1.580,0	117,7
Tramo nacional	14,9	61,6	6.031,7	8,4	2.684,6	880,7	1.580,0	117,7
Tramo internacional	2,5	897,2	409,6	0,0	52,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1,9	605,7	96,0	0,0	96,0	0,0	50,6	0,0
Tramo nacional	1,9	79,1	94,8	0,0	94,8	0,0	50,6	0,0
Tramo internacional	0,0	526,7	1,2	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0
IMPORTES NOMINALES³ (millones de euros)								
Total	1.892,1	6.313,4	5.727,1	2.749,5	453,9	976,6	1.556,4	968,3
Ampliaciones de capital	1.892,0	6.304,4	5.721,1	2.749,5	447,9	976,6	1.553,6	968,3
De ellas, mediante OPS	0,1	1,9	2.092,9	0,5	221,0	523,1	85,9	12,8
Tramo nacional	0,1	1,8	1.910,6	0,5	216,7	523,1	85,9	12,8
Tramo internacional	0,0	0,1	182,3	0,0	4,4	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,0	9,0	6,0	0,0	6,0	0,0	2,8	0,0
Tramo nacional	0,0	8,9	5,9	0,0	5,9	0,0	2,8	0,0
Tramo internacional	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES⁴								
Total	53	69	91	26	26	24	26	22
Ampliaciones de capital	53	67	8	26	26	24	25	22
De ellas, mediante OPS	2	12	22	3	2	5	1	1
De ellas, liberadas	11	15	2	8	7	2	6	8
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	3	45	0	1	0	1	0
NÚMERO DE EMISORES⁴								
Total	34	46	45	22	15	14	15	18
Ampliaciones de capital	34	45	45	22	15	14	15	18
De ellas, mediante OPS	2	12	8	3	2	5	1	1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	2	1	0	1	0	1	0

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

2 Datos disponibles: agosto de 2012.

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

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

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

CUADRO 1.2

Millones de euros	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ¹
Total	17,3	958,7	6.441,3	8,4	2.736,6	880,7	1.580,0	117,7
Mercado nacional	14,9	61,6	3.335,8	8,4	0,0	14,5	0,0	0,0
Suscriptores minoristas	0,0	2,5	2.017,7	2,3	0,0	4,1	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	14,9	59,0	1.318,1	6,0	0,0	10,4	0,0	0,0
Mercado internacional	2,5	897,2	357,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empleados	0,0	0,0	11,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	2.736,6	0,0	2.736,6	866,3	1.580,0	117,7
OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA								
Total	1,9	605,7	96,0	0,0	96,0	0,0	50,6	0,0
Mercado nacional	1,5	79,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores minoristas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	1,5	79,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mercado internacional	0,0	526,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empleados	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	96,0	0,0	96,0	0,0	50,6	0,0

1 Datos disponibles: agosto de 2012.

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.3

	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ²
Mercado continuo (MC). Total ³	133	129	130	130	130	128	128	127
Sin Nuevo mercado	133	129	130	130	130	128	128	127
Nuevo mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	5	6	7	7	7	7	7	7
Segundo mercado	7	6	7	6	7	7	7	7
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	5	4	5	4	5	5	5	5
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros ex SICAV	29	28	27	27	27	24	24	24
Madrid	13	13	13	13	13	11	11	11
Barcelona	19	18	17	17	17	14	14	14
Bilbao	8	8	8	8	8	7	7	7
Valencia	6	6	6	6	6	4	4	4
Corros SICAV	1	1	0	0	0	0	0	0
MAB	3.251	3.144	3.083	3.088	3.083	3.064	3.059	3.039
Latibex	32	29	29	29	29	27	27	27

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: agosto de 2012.

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

Capitalización¹

CUADRO 1.4

Millones de euros	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ²
Mercado continuo (MC). Total ³	531.194,2	565.585,2	498.148,1	568.142,8	498.148,1	487.334,8	443.405,2	473.856,8
Sin Nuevo mercado	531.194,2	565.585,2	498.148,1	568.142,8	498.148,1	487.334,8	443.405,2	473.856,8
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras ⁴	61.317,5	100.249,8	82.471,4	1.357,3	82.471,4	90.381,7	85.013,5	91.595,2
Ibex 35	322.806,6	348.998,9	320.672,5	364.914,0	320.672,5	306.878,6	272.514,9	290.736,7
Segundo mercado	109,9	74,6	59,7	74,9	59,7	56,8	57,8	57,8
Madrid	22,8	24,7	25,5	26,4	25,5	22,6	23,6	23,6
Barcelona	87,1	49,9	34,2	48,5	34,2	34,2	34,2	34,2
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	5.340,7	4.128,2	3.704,9	3.859,2	3.704,9	3.482,1	3.364,7	3.274,9
Madrid	1.454,7	878,8	833,3	924,0	833,3	729,9	682,9	662,1
Barcelona	3.580,2	3.432,2	3.242,3	3.139,2	3.242,3	3.120,6	3.053,6	2.970,3
Bilbao	45,9	362,1	328,8	386,9	328,8	323,7	78,9	78,9
Valencia	760,4	458,7	240,2	475,2	240,2	423,5	379,6	365,8
Corros SICAV ⁵	126,8	32,6	0,0	30,9	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB ⁵	24.718,6	26.340,8	23.646,0	23.271,1	23.646,0	24.524,4	23.315,7	23.845,3
Latibex	210.773,5	435.337,8	402.008,5	408.834,8	402.008,5	414.431,2	358.599,2	363.370,8

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: agosto de 2012.

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

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

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

Contratación efectiva

CUADRO 1.5

Millones de euros	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ¹
Mercado continuo (MC). Total ²	877.073,5	1.026.478,5	917.383,3	232.254,4	203.895,2	175.186,1	196.896,4	103.088,6
Sin Nuevo mercado	877.073,5	1.026.478,5	917.383,3	232.254,4	203.895,2	175.186,1	196.896,4	103.088,6
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras	4.750,4	6.415,3	5.206,3	1.255,1	1.515,3	1.505,8	963,9	511,7
Segundo mercado	3,2	3,0	2,3	0,3	0,9	0,1	0,2	0,2
Madrid	2,0	2,8	1,7	0,3	0,8	0,1	0,2	0,2
Barcelona	1,2	0,3	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	52,8	157,2	42,8	9,9	7,4	16,5	7,3	3,1
Madrid	16,5	15,7	16,1	7,7	2,1	1,6	0,4	0,6
Barcelona	29,4	135,7	26,4	2,1	5,2	14,4	6,9	2,5
Bilbao	1,1	3,9	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	5,9	1,9	0,3	0,0	0,1	0,6	0,1	0,0
Corros SICAV	19,7	8,1	5,6	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB	5.080,1	4.147,9	4.379,9	1.088,2	1.278,1	1.218,1	1.104,5	683,0
Latibex	434,7	521,2	357,7	93,1	72,9	73,3	61,7	60,7

1 Datos disponibles: agosto de 2012.

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

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.6

Millones de euros	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ²
En sesión	833.854,9	983.584,5	873.485,4	216.374,5	195.729,5	168.765,0	187.871,7	97.270,1
Órdenes	499.182,8	541.879,8	505.870,1	134.441,1	98.213,1	103.947,2	81.004,3	39.141,8
Aplicaciones	51.335,8	58.678,1	69.410,4	17.797,8	15.534,7	12.028,9	30.160,1	16.978,0
Bloques	283.336,3	383.026,6	298.204,9	64.135,6	81.981,7	52.788,9	76.707,3	41.150,3
Fuera de hora	5.996,6	17.209,5	9.801,8	3.308,7	1.751,5	816,2	2.006,8	3.041,2
Autorizadas	4.695,6	2.660,5	3.492,6	1.212,2	760,5	1.026,7	2.301,0	2.039,5
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	7.188,9	312,0	4.216,8	3.983,1	0,0	0,0	9,6	0,0
OPV	1.325,0	1.448,2	3.922,1	3.922,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Toma de razón	5.202,6	2.273,4	2.212,7	30,4	10,7	0,0	539,7	2,3
Ejercicio de opciones	11.443,2	11.474,7	11.730,3	1.545,9	3.965,4	2.301,1	2.991,2	331,9
Operaciones de cobertura	7.366,7	7.515,8	8.521,5	1.877,5	1.677,7	2.277,0	1.176,4	403,6

1 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds*).

2 Datos disponibles: agosto de 2012.

Operaciones de crédito

CUADRO 1.7

Millones de euros	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ¹
CONTRATACIÓN								
Préstamo de valores ²	471.007,1	556.246,7	493.602,4	122.207,6	120.570,9	98.303,7	115.376,8	59.196,9
Crédito de valores para su venta ³	704,3	598,0	518,3	110,0	83,1	76,1	100,3	15,3
Crédito para compra de valores ³	106,4	65,9	73,0	17,2	24,7	16,0	7,0	7,3
SALDO VIVO								
Préstamo de valores ²	47.322,2	36.195,9	35.626,7	33.213,4	35.626,7	29.608,2	33.174,2	35.684,9
Crédito de valores para su venta ³	21,1	9,9	7,0	10,8	7,0	6,7	13,2	2,1
Crédito para compra de valores ³	5,6	5,0	3,9	3,2	3,9	3,9	2,2	2,9

1 Datos disponibles: agosto de 2012.

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

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

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas¹ en la CNMV

CUADRO 1.8

	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ²
NÚMERO DE EMISORES								
Total	168	115	101	28	44	37	29	18
Cédulas hipotecarias	27	25	30	9	16	12	11	12
Cédulas territoriales	1	6	7	2	5	6	7	2
Bonos y obligaciones no convertibles	50	39	23	6	9	15	12	6
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3	2	5	0	2	1	2	0
Bonos de titulización	68	36	34	9	14	5	2	1
Programas de pagarés	69	58	49	7	16	17	12	4
De titulización	2	2	2	0	1	0	0	0
Resto de pagarés	67	56	47	7	15	17	12	4
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	23	0	1	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	512	349	356	58	128	117	99	40
Cédulas hipotecarias	75	88	115	10	44	27	22	22
Cédulas territoriales	1	9	42	18	16	8	8	2
Bonos y obligaciones no convertibles	244	154	87	14	27	48	50	11
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	6	3	9	0	2	1	4	0
Bonos de titulización	76	36	48	9	20	15	2	1
Programas de pagarés	73	59	53	7	19	18	13	4
De titulización	2	2	2	0	1	0	0	0
Resto de pagarés	71	57	51	7	18	18	13	4
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	37	0	2	0	0	0	0	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	387.475,8	226.448,9	289.251,0	38.693,6	113.496,1	120.739,7	91.425,1	51.070,7
Cédulas hipotecarias	35.573,9	34.378,5	67.226,5	5.250,0	23.742,5	26.000,0	33.350,0	24.500,0
Cédulas territoriales	500,0	5.900,0	22.334,2	7.437,2	10.162,0	3.200,0	4.100,0	1.674,0
Bonos y obligaciones no convertibles	62.249,0	24.356,0	20.191,7	981,0	13.312,4	31.304,9	15.230,7	2.574,5
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3.200,0	968,0	7.125,9	0,0	4.944,3	1.128,2	1.592,3	0,0
Bonos de titulización	81.651,2	63.260,5	68.412,8	10.449,3	20.210,1	9.195,3	1.535,3	1.884,0
Tramo nacional	77.289,4	62.743,0	62.796,1	10.115,6	18.844,3	7.810,3	1.535,3	1.884,0
Tramo internacional	4.361,9	517,5	5.616,7	333,7	1.365,8	1.385,0	0,0	0,0
Pagarés de empresa ³	191.341,7	97.586,0	103.760,0	14.576,1	41.124,9	49.911,3	35.616,8	20.438,2
De titulización	4.758,4	5.057,0	2.366,0	259,0	648,0	616,0	630,0	190,0
Resto de pagarés	186.583,3	92.529,0	101.394,0	14.317,1	40.476,9	49.295,3	34.986,8	20.248,2
Otras emisiones de renta fija	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	12.960,0	0,0	200,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	20.988,5	9.154,2	29.277,3	4.664,3	16.207,6	2.772,2	1.788,3	266,9
Emisiones aseguradas	4.793,8	299,0	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

2 Datos disponibles: agosto 2012.

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

Admisión al mercado AIAF

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ¹
Total	388.455,0	223.404,5	278.594,2	36.499,9	103.013,8	127.394,8	85.145,2	61.052,4
Pagarés	191.427,7	99.784,4	102.042,0	13.827,9	40.023,5	51.871,2	32.233,4	25.118,1
Bonos y obligaciones	61.862,5	24.728,6	12.313,7	682,0	5.934,3	36.439,3	15.868,4	676,3
Cédulas hipotecarias	35.568,9	32.861,0	68.346,5	6.425,0	23.242,5	28.000,0	28.800,0	31.700,0
Cédulas territoriales	500,0	5.900,0	20.334,2	5.543,2	11.556,0	2.000,0	4.800,0	1.674,0
Bonos de titulización	85.542,9	60.030,5	75.357,8	10.021,9	22.257,5	9.084,3	3.443,3	1.884,0
Participaciones preferentes	13.552,9	100,0	200,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: agosto de 2012.

AIAF. Emisores, emisiones y saldo vivo

CUADRO 1.10

	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	614	634	613	608	613	611	596	574
Pagarés	67	60	45	50	45	51	49	48
Bonos y obligaciones	91	93	91	93	91	95	96	94
Cédulas hipotecarias	29	33	43	39	43	47	46	48
Cédulas territoriales	11	12	13	12	13	16	18	18
Bonos de titulación	442	459	437	433	437	427	415	394
Participaciones preferentes	60	59	60	60	60	60	60	60
Bonos matador	12	12	12	12	12	12	12	12
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	4.084	3.630	4.382	3.536	4.382	5.116	5.285	5.269
Pagarés	1.507	958	1.778	944	1.778	2.547	2.757	2.799
Bonos y obligaciones	611	645	624	630	624	628	600	587
Cédulas hipotecarias	202	253	296	283	296	301	316	337
Cédulas territoriales	25	26	49	40	49	52	58	58
Bonos de titulación	1.629	1.641	1.527	1.531	1.527	1.480	1.446	1.380
Participaciones preferentes	96	93	94	94	94	94	94	94
Bonos matador	14	14	14	14	14	14	14	14
SALDO VIVO² (millones de euros)								
Total	870.981,1	850.181,7	882.395,1	844.342,4	882.395,1	906.229,5	899.458,8	902.282,7
Pagarés	41.647,0	23.233,6	37.549,1	18.813,5	37.549,1	62.370,8	66.983,5	78.335,4
Bonos y obligaciones	150.886,3	146.077,7	131.756,8	131.918,0	131.756,8	144.455,8	132.981,0	127.400,8
Cédulas hipotecarias	185.343,8	195.734,8	241.149,7	223.913,8	241.149,7	257.034,8	283.064,8	313.836,1
Cédulas territoriales	16.030,0	18.350,0	31.884,2	24.028,2	31.884,2	31.834,2	35.284,2	35.158,2
Bonos de titulación	442.831,5	434.835,1	407.908,0	413.520,5	407.908,0	391.012,1	364.253,6	332.682,0
Participaciones preferentes	33.183,8	30.891,8	31.088,6	31.089,6	31.088,6	18.463,1	15.833,0	13.811,5
Bonos matador	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8

1 Datos disponibles: agosto de 2012.

2 Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.11

Importes nominales en millones de euros	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ¹
POR TIPO DE ACTIVO								
Total	4.658.633,2	4.383.118,7	7.388.185,7	1.662.056,5	1.566.191,9	928.497,2	555.233,8	425.698,9
Pagarés	533.331,0	385.238,9	227.534,5	49.896,0	52.885,6	57.736,6	42.897,4	42.215,8
Bonos y obligaciones	321.743,0	922.393,1	484.705,8	89.289,3	57.611,6	41.431,0	40.927,5	33.531,2
Cédulas hipotecarias	263.150,0	271.441,8	662.177,0	105.436,4	271.366,9	247.459,2	168.803,9	176.881,2
Cédulas territoriales	7.209,0	14.458,2	544.780,9	68.254,4	400.645,2	179.057,4	180.778,2	71.687,3
Bonos de titulación	3.527.486,4	2.784.775,4	5.462.806,2	1.348.043,0	783.200,2	394.669,6	114.957,9	95.293,5
Participaciones preferentes	5.668,5	4.635,7	6.065,0	1.085,5	463,6	8.132,1	6.593,8	6.058,9
Bonos matador	45,2	175,7	116,3	51,9	18,9	11,2	275,1	31,1
POR TIPO DE OPERACIÓN								
Total	4.658.633,2	4.383.118,7	7.388.185,7	1.662.056,5	1.566.191,9	928.497,2	555.233,8	425.698,9
Simple	378.348,4	288.927,3	343.099,6	60.680,5	103.693,8	151.533,7	121.364,6	62.775,9
Repo	362.068,7	304.493,2	198.514,7	47.765,9	43.282,7	41.562,1	29.885,1	10.605,1
Simultánea	3.918.216,1	3.789.698,3	6.846.571,5	1.553.610,1	1.419.215,4	735.401,4	403.984,2	352.317,9

1 Datos disponibles: agosto de 2012.

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ¹
Total	681.946,6	553.896,6	487.543,3	99.716,4	130.860,7	157.876,8	129.837,4	63.383,6
Sociedades no financieras	256.224,6	162.949,5	131.765,2	30.082,8	28.031,9	21.411,0	17.333,2	13.005,9
Instituciones financieras	298.909,1	289.950,4	256.975,8	52.743,5	81.015,3	103.512,7	90.698,5	37.419,2
Entidades de crédito	125.547,5	102.372,1	139.538,2	25.982,2	51.571,4	69.411,4	68.400,6	32.763,5
IIIC, seguros y fondos de pensiones	115.865,3	125.899,4	103.899,9	25.835,3	27.756,3	32.613,5	21.122,2	3.415,1
Otras entidades financieras	57.496,3	61.678,9	13.537,7	926,0	1.687,6	1.487,8	1.175,8	1.240,6
Administraciones públicas	5.808,5	3.117,7	2.602,7	1.336,2	577,9	3.372,9	747,2	823,1
Hogares e ISFLSH ²	14.647,8	14.244,4	10.230,3	1.846,8	3.699,4	2.793,4	2.373,7	2.261,8
Resto del mundo	106.356,6	83.634,6	85.969,3	13.707,1	17.536,3	26.786,8	18.684,8	9.873,6

1 Datos disponibles: agosto de 2012.

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

Admisión a bolsa¹

CUADRO 1.13

	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ²
IMPORTE NOMINALES (millones de euros)								
Total	5.866,8	868,0	2.681,6	1.500,0	0,0	4.875,9	1.765,9	880,2
Bonos y obligaciones no convertibles	0,0	400,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	4.510,8	468,0	2.681,6	1.500,0	0,0	4.875,9	1.765,9	880,2
Bonos de titulización	1.356,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	10	8	6	1	0	2	2	3
Bonos y obligaciones no convertibles	0	7	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	4	1	6	1	0	2	2	3
Bonos de titulización	6	0	0	0	0	0	0	0
Otros	0	0	0	0	0	0	0	0

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

2 Datos disponibles: agosto de 2012.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.14

	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	62	60	59	59	59	57	56	55
Emisores privados	48	46	46	46	46	44	43	42
Sociedades no financieras	6	5	4	4	4	4	4	4
Instituciones financieras privadas	42	41	42	42	42	40	39	38
Administraciones públicas ²	14	14	13	13	13	13	13	13
Comunidades autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	269	247	240	243	240	231	224	223
Emisores privados	155	145	133	134	133	126	124	125
Sociedades no financieras	10	7	6	7	6	6	5	5
Instituciones financieras privadas	145	138	127	127	127	120	119	120
Administraciones públicas ²	114	102	107	109	107	105	100	98
Comunidades autónomas	76	64	74	74	74	73	69	67
SALDO VIVO³ (millones de euros)								
Total	36.299,5	41.091,3	43.817,5	43.183,1	43.817,5	47.939,8	45.444,9	42.356,2
Emisores privados	21.600,9	19.261,5	17.759,6	17.524,3	17.759,6	21.694,6	19.645,5	16.686,8
Sociedades no financieras	1.783,7	376,6	375,4	375,8	375,4	375,4	195,1	195,1
Instituciones financieras privadas	19.817,2	18.884,8	17.384,2	17.148,5	17.384,2	21.319,2	19.450,4	16.491,7
Administraciones públicas ²	14.698,6	21.829,9	26.057,8	25.658,8	26.057,8	26.245,2	25.799,4	25.669,3
Comunidades autónomas	12.338,3	19.442,4	24.014,4	23.489,5	24.014,4	24.276,9	23.932,2	23.802,1

1 Datos disponibles: agosto de 2012.

2 No incluye deuda anotada.

3 Importes nominales.

Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.15

	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ¹
Importes nominales en millones de euros								
Mercado electrónico	633,0	504,5	385,4	98,8	109,5	131,6	784,5	94,8
Corros	4.008,4	7.525,6	4.942,5	409,0	1.537,2	2.101,8	392,6	888,2
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	3.821,1	7.146,7	4.885,4	398,3	1.529,1	1.813,8	389,9	846,8
Bilbao	4,6	2,3	0,5	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Valencia	182,7	376,6	56,6	10,7	8,0	287,8	2,7	41,4
Deuda anotada	49,1	331,1	883,4	471,8	219,4	396,6	321,4	298,4
Deuda comunidades autónomas	70.065,8	62.029,0	63.443,7	14.624,3	20.157,2	13.144,2	14.588,0	7.986,7

1 Datos disponibles: agosto de 2012.

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

CUADRO 1.16

Importes nominales en millones de euros	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ¹
Total	202.120,5	265.966,0	84.090,9	17.039,0	11.139,9	18.979,0	9.235,0	3.125,0
Simples	114.314,0	110.011,0	81.905,0	17.039,0	11.091,0	18.979,0	9.235,0	3.125,0
Simultáneas	86.806,5	155.433,0	2.185,9	0,0	48,9	0,0	0,0	0,0
Otras operaciones	1.000,0	522,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: agosto de 2012.

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.17

Número de contratos	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ¹
Sobre deuda	18	14	18	4	4	2	10.796	12.701
Futuro sobre bono nocional ²	18	14	18	4	4	2	10.796	12.701
Sobre Ibex 35 ^{3,4}	6.187.544	6.946.167	5.822.418	1.635.571	1.067.066	1.120.323	1.884.591	963.452
Futuro sobre Ibex 35 plus	5.436.989	6.280.999	5.291.956	1.484.184	951.801	1.022.021	1.683.154	843.136
Futuro mini sobre Ibex 35	314.829	357.926	307.411	91.073	54.025	49.547	95.423	46.162
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	-	-	3.154	499	100	555	216	204
Opción call mini	230.349	122.158	86.096	25.590	23.167	18.669	55.375	35.011
Opción put mini	205.377	185.083	133.801	34.225	37.973	29.532	50.423	38.938
Sobre acciones ⁵	80.114.693	57.291.482	55.082.944	11.294.858	14.999.005	16.534.500	14.627.113	5.102.796
Futuros	44.586.779	19.684.108	24.758.956	5.510.377	5.905.419	7.087.730	6.357.895	993.024
Futuros sobre dividendos de acciones	-	-	0	-	-	1.500	0	0
Opción call	18.864.840	17.186.515	12.050.946	2.365.550	3.305.166	4.333.910	2.977.728	1.949.133
Opción put	16.663.074	20.420.859	18.273.042	3.418.931	5.788.420	5.111.360	5.291.490	2.160.639
Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex								
Sobre deuda ⁶	558.848	373.113	267.713	56.239	45.895	39.172	51.603	14.975
Sobre índices ⁷	835.159	604.029	451.016	137.083	110.587	78.776	71.498	22.199

1 Datos disponibles: agosto de 2012.

2 Nominal del contrato: 100 mil euros.

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

4 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.

5 Nominal del contrato: 100 acciones.

6 Futuros sobre Bund, Bobl y Schatz.

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

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

Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.18

WARRANTS ²	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ¹
Importe de las primas (millones de euros)	5.165,1	4.915,3	5.544,6	1.491,8	1.986,8	922,4	1.202,9	636,8
Sobre acciones	2.607,1	2.537,4	3.211,7	804,6	1.278,1	509,7	685,2	397,4
Sobre índices	2.000,1	1.852,6	1.786,8	504,9	600,1	310,3	435,7	200,8
Otros ³	558,0	525,4	546,0	182,2	108,6	102,4	82,0	38,6
Número de emisiones	7.342	8.375	9.237	2.305	3.144	1.733	1.798	1.094
Número de emisores	9	9	9	6	7	6	4	4
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	35,0	64,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre acciones	25,0	47,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre índices	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros ³	10,0	17,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	3	7	0	0	0	0	0	0
Número de emisores	1	1	0	0	0	0	0	0

1 Datos disponibles: agosto de 2012.

2 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

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

Bolsa de valores. Contratación de warrants y ETF

CUADRO 1.19

	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ¹
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	1.768,4	1.603,2	1.550,2	452,9	344,9	243,4	178,6	128,5
Sobre acciones nacionales	809,9	759,8	654,2	175,1	136,8	103,7	78,0	59,8
Sobre acciones extranjeras	97,6	60,7	97,8	23,0	35,8	34,3	15,5	10,5
Sobre índices	761,2	689,5	518,2	149,9	136,0	75,7	73,4	53,5
Otros ²	99,7	93,2	280,0	104,9	36,4	29,8	11,7	4,8
Número de emisiones ³	8.038	7.750	13.165	3.940	3.441	3.176	3.069	2.395
Número de emisores ³	10	10	9	9	9	9	9	9
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	39,2	22,0	92,1	56,2	22,5	6,5	6,6	2,2
Número de emisiones ³	22	16	32	7	4	4	4	3
Número de emisores ³	4	2	2	2	2	2	2	2
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	3.470,6	6.229,7	3.495,4	815,5	1.027,0	454,0	639,1	896,4
Número de fondos	32	65	75	67	75	75	75	73
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	1.648,4	827,8	327,2	710,2	327,2	297,4	262,5	n.d.

1 Datos disponibles: agosto de 2012.

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

3 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

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

n.d.: Dato no disponible.

1.3.3 Derivados no financieros

Negociación en MFAO¹

CUADRO 1.20

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

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: agosto de 2012.

3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

2 Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ¹
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	50	50	49	50	49	48	48	48
Sucursales	78	80	78	79	78	23	25	23
Representantes	6.102	6.560	6.589	6.520	6.589	6.516	6.531	6.432
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	50	45	45	45	45	45	45	44
Sucursales	9	13	14	13	14	12	12	10
Representantes	638	689	655	655	655	620	633	632
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	9	6	6	6	6	6	6	6
Sucursales	5	5	5	5	5	5	5	5
Representantes	5	2	2	2	2	2	2	2
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO²								
Entidades nacionales	16	58	82	78	82	91	97	99
ENTIDADES DE CRÉDITO³								
Entidades nacionales	193	186	187	188	187	190	188	183

1 Datos disponibles: agosto de 2012.

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

3 Fuente: Banco de España.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ¹
Total	2.346	2.671	2.814	2.786	2.814	2.861	2.907	2.941
ESI ² en el Espacio Económico Europeo	1.922	2.238	2.377	2.346	2.377	2.418	2.459	2.492
Con sucursal	36	40	36	39	36	36	35	38
En libre prestación de servicios	1.886	2.198	2.341	2.307	2.341	2.382	2.424	2.454
Entidades de crédito ³	424	433	437	440	437	443	448	449
Comunitarias	414	423	429	430	429	434	438	439
Con sucursal	53	55	55	55	55	55	56	56
En libre prestación de servicios	360	368	374	375	374	379	382	383
Filiales en libre prestación de servicios	1	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	10	10	8	10	8	9	10	10
Con sucursal	8	8	7	8	7	7	8	8
En libre prestación de servicios	2	2	1	2	1	2	2	2

1 Datos disponibles: agosto de 2012.

2 Empresas de servicios de inversión.

3 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros	II 2011				II 2012			
	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total
RENDA FIJA								
Total	777.958	2.414.999	216.945	3.409.902	713.448	1.497.382	140.188	2.351.018
Sociedades de valores	111.850	675.987	170.888	958.725	108.627	450.379	103.481	662.487
Agencias de valores	666.108	1.739.012	46.057	2.451.177	604.821	1.047.003	36.707	1.688.531
RENDA VARIABLE								
Total	237.168	965	19.442	257.575	204.213	1.836	15.272	221.321
Sociedades de valores	232.609	817	18.235	251.661	200.823	494	12.306	213.623
Agencias de valores	4.559	148	1.207	5.914	3.390	1.342	2.966	7.698

1 Datos acumulados del periodo. Periodicidad trimestral.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros	II 2011				II 2012			
	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total
Total	806.521	2.634.116	152.643	3.593.280	550.584	1.336.889	110.732	1.998.205
Sociedades de valores	804.187	1.474.841	90.058	2.369.086	549.297	1.025.144	60.190	1.634.631
Agencias de valores	2.334	1.159.275	62.585	1.224.194	1.287	311.745	50.542	363.574

1 El importe de las operaciones de compraventa de activos financieros, futuros financieros sobre valores y tipos de interés y otras operaciones sobre tipos de interés será el valor nominal o el notional de los valores o principal a los que alcance el contrato. El importe de las operaciones sobre opciones será el precio de ejercicio del instrumento subyacente multiplicado por el número de instrumentos comprometidos.

2 Datos acumulados del periodo. Periodicidad trimestral.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

	II 2011			II 2012		
	IIC ²	Otras ³	Total	IIC ²	Otras ³	Total
NÚMERO DE CARTERAS						
Total	134	14.128	14.262	148	11.290	11.438
Sociedades de valores	87	7.032	7.119	86	4.402	4.488
Agencias de valores	42	3.661	3.703	57	3.707	3.764
Sociedades gestoras de cartera	5	3.435	3.440	5	3.181	3.186
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)						
Total	1.693.068	7.967.760	9.660.828	1.453.697	7.220.705	8.674.402
Sociedades de valores	957.376	3.276.545	4.233.921	951.115	2.676.093	3.627.208
Agencias de valores	627.525	1.651.721	2.279.246	400.604	1.473.070	1.873.674
Sociedades gestoras de cartera	108.167	3.039.494	3.147.661	101.978	3.071.542	3.173.520

1 Datos a final de periodo. Periodicidad trimestral.

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

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

Asesoramiento financiero. Número de contratos y patrimonio asesorado¹

CUADRO 2.6

	II 2011			II 2012		
	Cientes minoristas	Cientes profesionales	Total ²	Cientes minoristas	Cientes profesionales	Total ²
NÚMERO DE CONTRATOS						
Total	7.400	102	7.519	7.733	129	7.885
Sociedades de valores	1.485	2	1.492	1.224	12	1.240
Agencias de valores	4.773	93	4.878	4.926	108	5.053
Sociedades gestoras de cartera	1.142	7	1.149	1.583	9	1.592
PATRIMONIO ASESORADO (miles de euros)						
Total	3.011.363	4.436.334	7.924.221	3.585.476	4.434.328	8.394.570
Sociedades de valores	514.320	35.050	951.344	818.682	64.106	1.167.044
Agencias de valores	1.953.461	995.592	3.023.603	2.128.734	1.050.853	3.270.097
Sociedades gestoras de cartera	543.582	3.405.692	3.949.274	638.060	3.319.369	3.957.429

1 Datos a final de periodo. Periodicidad trimestral.

2 Incluye clientes minoristas, profesionales y otros clientes.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores

CUADRO 2.7

Miles de euros ¹	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ²
I. Margen de intereses	163.272	102.054	91.542	77.901	91.542	7.206	32.651	36.183
II. Comisiones netas	562.082	533.858	490.517	382.225	490.517	119.252	234.842	266.245
Comisiones percibidas	782.214	798.152	776.641	606.095	776.641	181.674	331.330	376.160
Tramitación y ejecución de órdenes	548.362	555.207	529.711	417.529	529.711	121.864	200.721	227.939
Colocación y aseguramiento de emisiones	26.326	8.499	7.446	5.113	7.446	2.686	4.089	4.430
Depósito y anotación de valores	16.183	22.367	21.060	15.821	21.060	4.738	10.091	11.941
Gestión de carteras	11.768	13.880	16.186	11.867	16.186	3.658	6.881	7.913
Diseño y asesoramiento	60.477	53.722	60.713	49.366	60.713	13.545	26.540	31.212
Búsqueda y colocación de paquetes	10	36	484	484	484	0	25	47
Operaciones de crédito al mercado	14	9	8	6	8	4	6	6
Comercialización de IIC	63.341	65.487	59.588	45.594	59.588	12.237	23.113	26.786
Otras	55.733	78.944	81.445	60.315	81.445	22.942	59.864	65.886
Comisiones satisfechas	220.133	264.294	286.124	223.870	286.124	62.422	96.488	109.915
III. Resultado de inversiones financieras	45.266	48.588	271.955	150.060	271.955	109	92.439	93.596
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	21.820	26.081	-194.355	-115.556	-194.355	36.110	-56.355	-48.046
V. Margen bruto	792.440	710.580	659.659	494.630	659.659	162.677	303.577	347.978
VI. Resultado de explotación	339.706	276.253	207.379	174.724	207.379	44.100	92.286	103.429
VII. Resultado de actividades continuadas	250.984	196.834	148.553	149.362	148.553	40.969	78.460	85.528
VIII. Resultado neto del ejercicio	250.984	196.834	148.553	149.362	148.553	40.969	78.460	85.528

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2 Datos disponibles: julio de 2012.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros ¹	Margen de intereses		Inversiones financieras		Diferencias de cambio y otras partidas		Total	
	II 2011	II 2012	II 2011	II 2012	II 2011	II 2012	II 2011	II 2012
Total	52.973	32.650	38.782	92.438	-6.521	-58.061	85.234	67.027
Activos monetarios y deuda pública	967	1.424	5.670	8.331	-	-	6.637	9.755
Otros valores de renta fija	13.963	9.336	14.860	27.290	-	-	28.823	36.626
Cartera interior	12.437	8.376	10.599	20.845	-	-	23.036	29.221
Cartera exterior	1.526	960	4.261	6.445	-	-	5.787	7.405
Renta variable	30.269	23.729	-128.191	76.663	-	-	-97.922	100.392
Cartera interior	20.501	15.651	35.292	-15.058	-	-	55.793	593
Cartera exterior	9.768	8.078	-163.483	91.721	-	-	-153.715	99.799
Derivados	-	-	140.562	-19.142	-	-	140.562	-19.142
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	346	-2.239	-	-	-	-	346	-2.239
Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	-	-	-	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	8.379	3.431	-	-	-	-	8.379	3.431
Diferencias de cambio netas	-	-	-	-	-5.344	-61.397	-5.344	-61.397
Otros productos y cargas de explotación	-	-	-	-	170	5.042	170	5.042
Otras operaciones	-951	-3.031	5.881	-704	-1.347	-1.706	3.583	-5.441

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.9

Miles de euros ¹	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ²
I. Margen de intereses	2.654	1.629	2.480	1.761	2.480	349	946	1.070
II. Comisiones netas	127.457	109.165	97.884	73.058	97.884	24.587	46.665	52.866
Comisiones percibidas	144.351	126.055	112.349	84.174	112.349	28.112	53.625	60.892
Tramitación y ejecución de órdenes	53.855	38.176	36.354	27.974	36.354	9.586	17.993	20.243
Colocación y aseguramiento de emisiones	2.950	2.748	2.870	2.289	2.870	751	1.620	1.709
Depósito y anotación de valores	509	366	440	288	440	103	311	356
Gestión de carteras	19.584	19.489	12.351	9.572	12.351	2.903	5.487	6.318
Diseño y asesoramiento	2.985	3.618	5.349	4.007	5.349	1.249	2.455	2.989
Búsqueda y colocación de paquetes	0	304	61	61	61	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	28	27	42	24	42	7	14	15
Comercialización de IIC	23.969	23.946	21.381	16.514	21.381	4.915	9.881	11.278
Otras	40.472	37.381	33.501	23.445	33.501	8.598	15.864	17.984
Comisiones satisfechas	16.894	16.890	14.465	11.116	14.465	3.525	6.960	8.026
III. Resultado de inversiones financieras	1.865	456	623	-293	623	123	786	859
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-1.337	-1.416	-1.539	-1.446	-1.539	-339	-953	-1.001
V. Margen bruto	130.639	109.834	99.448	73.080	99.448	24.720	47.444	53.794
VI. Resultado de explotación	8.706	9.457	7.757	6.168	7.757	2.193	2.592	2.342
VII. Resultado de actividades continuadas	4.372	6.452	5.488	6.232	5.488	1.989	2.360	2.073
VIII. Resultado neto del ejercicio	4.372	6.452	5.488	6.232	5.488	1.989	2.360	2.073

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2 Datos disponibles: julio de 2012.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera

CUADRO 2.10

Miles de euros ¹	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ²
I. Margen de intereses	341	407	682	485	682	215	390	444
II. Comisiones netas	10.734	10.097	7.987	5.698	7.987	1.873	3.832	4.487
Comisiones percibidas	21.750	20.994	18.476	13.568	18.476	4.428	8.864	10.237
Gestión de carteras	18.463	18.020	16.582	12.367	16.582	4.078	8.115	9.305
Diseño y asesoramiento	2.698	1.160	1.894	1.201	1.894	350	749	932
Comercialización de IIC	18	34	0	0	0	0	0	0
Otras	571	1.779	0	0	0	0	0	0
Comisiones satisfechas	11.016	10.897	10.489	7.870	10.489	2.555	5.032	5.750
III. Resultado de inversiones financieras	92	51	186	192	186	-19	-52	-68
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-383	22	-10	-41	-10	-4	48	69
V. Margen bruto	10.784	10.577	8.845	6.334	8.845	2.065	4.218	4.932
VI. Resultado de explotación	1.296	1.154	1.525	886	1.525	262	637	735
VII. Resultado de actividades continuadas	889	939	1.041	627	1.041	194	437	483
VIII. Resultado neto del ejercicio	889	939	1.041	627	1.041	194	437	483

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2 Datos disponibles: julio de 2012.

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

CUADRO 2.11

Miles de euros	Exceso		Número de entidades según porcentaje del exceso									
	Importe		< 50	<100	<150	<200	<300	<400	<500	<750	<1000	>1000
	total	% ²										
Total	1.222.061	286,90	13	24	7	3	13	12	9	10	1	7
Sociedades de valores	1.137.674	302,28	4	8	2	1	7	10	4	6	0	6
Agencias de valores	67.192	200,34	9	13	5	2	5	1	5	4	0	1
Sociedades gestoras de cartera	17.195	107,12	0	3	0	0	1	1	0	0	1	0

1 Datos disponibles: junio de 2012.

2 El porcentaje medio se obtiene ponderando por los recursos propios exigibles de cada entidad. Es un indicador del número de veces, en términos porcentuales, que el exceso contiene a los recursos propios exigibles en una entidad promedio.

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos^{1,2}

CUADRO 2.12

	Media ³	Pérdidas	Número de entidades según su rentabilidad anualizada							
			0-5%	6-15%	16-30%	31-45%	46-60%	61-75%	76-100%	>100%
Total	11,56	38	14	21	13	5	1	3	1	3
Sociedades de valores	12,12	12	10	13	7	3	1	1	0	1
Agencias de valores	5,17	23	2	7	6	2	0	2	1	2
Sociedades gestoras de cartera	3,82	3	2	1	0	0	0	0	0	0

1 El ROE se ha calculado como:

$$ROE = \frac{B^{\circ} \text{ antes de impuestos (anualizado)}}{\text{Fondos propios}}$$

Fondos Propios = Capital + Prima de emisión + Reservas - Valores propios + Remanentes y resultados de ejercicios anteriores - Dividendos y retribuciones.

2 Datos disponibles: junio de 2012.

3 Media ponderada por fondos propios, en %.

Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes

CUADRO 2.13

Miles de euros	2009	2010	2011	2010		2011		2012	
				II	I	II	I		
PATRIMONIOS ASESORADOS¹									
Total	1.410.985	15.802.743	16.033.109	15.802.743	16.498.814	16.033.109	14.663.856		
Clientes minoristas	364.284	1.715.084	2.181.943	1.715.084	1.895.320	2.181.943	2.415.002		
Clientes profesionales	1.046.702	13.995.206	13.831.973	13.995.206	14.501.823	13.831.973	12.205.216		
Otros	0	92.453	19.193	92.453	101.671	19.193	43.638		
INGRESOS POR COMISIONES²									
Total	3.183	20.745	31.052	20.745	14.116	31.052	13.940		
Comisiones percibidas	3.183	20.629	30.844	20.629	14.080	30.844	13.855		
Otros ingresos	0	116	209	116	36	209	85		
PATRIMONIO NETO									
Total	1.500	10.057	12.320	10.057	10.469	12.320	13.098		
Capital social	1.043	3.014	3.895	3.014	3.386	3.895	4.328		
Reservas y remanentes	36	242	950	242	2.915	950	5.904		
Resultado del ejercicio ²	421	6.801	7.474	6.801	4.168	7.474	2.866		

1 Datos a final de periodo. Periodicidad semestral.

2 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada semestre.

3 Instituciones de inversión colectiva^a

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

CUADRO 3.1

	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ¹
Total IIC de carácter financiero	5.892	5.627	5.460	5.491	5.460	5.402	5.373	5.308
Fondos de inversión	2.593	2.429	2.341	2.356	2.341	2.306	2.284	2.239
Sociedades de inversión	3.232	3.133	3.056	3.070	3.056	3.033	3.025	3.005
IIC de IIC de inversión libre	38	32	27	28	27	27	28	27
IIC de inversión libre	29	33	36	37	36	36	36	37
Total IIC inmobiliarias	16	16	14	15	14	14	14	14
Fondos de inversión inmobiliaria	8	8	6	6	6	6	6	6
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	8	8	9	8	8	8	8
Total IIC extranjeras comercializadas en España	582	660	739	695	739	765	743	752
Fondos extranjeros comercializados en España	324	379	426	395	426	443	421	421
Sociedades extranjeras comercializadas en España	258	281	313	300	313	322	322	331
SGIIC	120	123	114	117	114	112	110	110
Depositarias IIC	124	114	97	101	97	92	90	87

1 Datos disponibles: agosto de 2012.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II ¹	III ²
Total IIC de carácter financiero	5.895.009	5.578.524	5.249.813	5.358.838	5.249.813	5.173.638	5.046.000	4.987.224
Fondos de inversión	5.475.403	5.160.889	4.835.193	4.942.074	4.835.193	4.759.241	4.634.762	4.577.959
Sociedades de inversión	419.606	417.635	414.620	416.764	414.620	414.397	411.238	409.265
Total IIC inmobiliarias	84.511	76.223	30.678	32.356	30.678	30.693	28.655	28.695
Fondos de inversión inmobiliaria	83.583	75.280	29.735	31.412	29.735	29.754	27.716	27.754
Sociedades de inversión inmobiliaria	928	943	943	944	943	939	939	941
Total IIC extranjeras comercializadas en España ³	685.094	865.767	761.380	803.801	761.380	768.467	788.852	-
Fondos extranjeros comercializados en España	139.102	193.233	177.832	185.665	177.832	175.621	179.987	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	545.992	666.534	583.548	618.136	583.548	592.846	608.865	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: julio de 2012. Estos datos son de remisión trimestral para IIC extranjeras, por lo que los meses que no coinciden con fin de trimestre no hay dato disponible.

3 No se incluyen datos de los ETF.

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II ¹	III ²
Total IIC de carácter financiero	196.472,5	170.073,1	155.982,6	157.942,6	155.982,6	156.460,3	148.594,6	147.247,7
Fondos de inversión ³	170.547,7	143.918,2	132.368,6	134.033,7	132.368,6	131.994,5	125.120,7	123.791,1
Sociedades de inversión	25.924,8	26.155,0	23.614,0	23.908,9	23.614,0	24.465,8	23.473,9	23.456,6
Total IIC inmobiliarias	6.773,7	6.437,5	4.807,1	6.260,8	4.807,1	4.757,7	4.691,0	4.673,4
Fondos de inversión inmobiliaria	6.465,1	6.115,6	4.494,6	4.597,3	4.494,6	4.446,9	4.386,0	4.372,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	308,6	321,9	312,5	1.663,4	312,5	310,8	305,0	301,0
Total IIC extranjeras comercializadas en España ⁴	25.207,2	36.692,9	29.969,5	30.967,3	29.969,5	31.835,1	34.537,8	-
Fondos extranjeros comercializados en España	5.215,1	8.535,9	6.382,9	6.446,0	6.382,9	6.583,3	7.188,4	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	19.992,0	28.156,9	23.586,6	24.521,3	23.586,6	25.251,9	27.349,4	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: julio de 2012. Estos datos son de remisión trimestral para IIC extranjeras, por lo que los meses que no coinciden con fin de trimestre no hay dato disponible.

3 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en junio de 2012, del orden de 3.400 millones de euros.

4 No se incluyen datos de los ETF.

a En las referencias a los «Fondos de inversión» de todo el capítulo, no se incluyen los fondos de inversión libre ni los fondos de IIC de inversión libre.

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión¹

CUADRO 3.4

Millones de euros	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ²
Patrimonio	170.547,7	143.918,2	132.368,6	140.351,3	134.033,7	132.368,6	131.994,5	125.120,7
Cartera de inversiones financieras	163.165,5	137.295,4	126.370,0	133.666,7	127.577,1	126.370,0	125.415,1	119.257,1
Cartera interior	100.642,6	89.630,2	90.394,3	91.324,1	90.914,4	90.394,3	88.309,9	83.542,9
Valores representativos de deuda	74.628,9	68.575,1	72.076,1	70.905,2	72.151,4	72.076,1	71.341,6	67.492,5
Instrumentos de patrimonio	4.741,0	3.829,2	3.087,0	3.944,8	3.179,1	3.087,0	2.896,1	2.812,9
Instituciones de inversión colectiva	9.041,5	7.338,6	6.038,5	6.387,3	6.192,3	6.038,5	3.831,3	3.566,2
Depósitos en EECC	11.552,2	9.460,8	8.961,2	9.665,8	9.208,1	8.961,2	10.049,9	9.415,4
Derivados	679,0	426,2	231,5	420,9	183,4	231,5	191,0	256,0
Otros	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cartera exterior	62.487,1	47.626,5	35.968,1	42.330,3	36.656,4	35.968,1	37.094,3	35.708,0
Valores representativos de deuda	48.435,3	30.337,4	22.713,6	24.576,1	23.293,2	22.713,6	22.699,0	21.937,0
Instrumentos de patrimonio	7.783,2	8.385,8	7.037,3	8.758,1	6.694,9	7.037,3	7.443,8	7.069,7
Instituciones de inversión colectiva	5.666,4	8.404,7	6.061,6	8.548,4	6.581,2	6.061,6	6.742,9	6.485,3
Depósitos en EECC	82,4	108,0	23,0	61,2	53,7	23,0	58,8	59,8
Derivados	518,7	387,1	131,6	384,2	31,4	131,6	149,1	154,7
Otros	1,1	3,6	1,1	2,4	2,0	1,1	0,7	1,5
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	35,8	38,6	7,5	12,2	6,3	7,5	10,9	6,0
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tesorería	7.267,7	6.531,4	5.837,6	6.459,0	6.000,3	5.837,6	6.398,4	5.630,4
Neto deudores/acreedores	114,5	91,4	161,1	225,5	456,3	161,1	181,0	233,3

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

2 Datos provisionales.

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

CUADRO 3.5

Millones de euros	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ¹
Patrimonio	25.924,8	26.155,0	23.614,0	26.095,4	23.908,9	23.614,0	24.465,8	23.473,9
Cartera de inversiones financieras	24.813,5	25.187,3	22.521,9	24.915,3	22.592,7	22.521,9	23.175,1	22.149,6
Cartera interior	13.514,3	12.881,4	12.385,0	12.848,1	12.405,1	12.385,0	12.696,4	11.613,0
Valores representativos de deuda	7.400,5	5.435,9	7.460,8	6.628,9	7.021,7	7.460,8	7.415,3	7.006,9
Instrumentos de patrimonio	3.376,3	2.988,6	2.508,5	2.993,4	2.663,5	2.508,5	2.385,9	2.275,2
Instituciones de inversión colectiva	1.091,1	758,7	667,4	815,7	741,8	667,4	695,3	646,1
Depósitos en EECC	1.631,5	3.675,2	1.721,7	2.381,5	1.963,5	1.721,7	2.164,7	1.649,6
Derivados	-6,6	-5,9	-5,5	-2,1	-17,0	-5,5	1,9	1,4
Otros	21,7	29,0	32,2	30,6	31,6	32,2	33,4	33,9
Cartera exterior	11.294,2	12.298,1	10.131,3	12.061,0	10.181,8	10.131,3	10.472,7	10.531,5
Valores representativos de deuda	4.606,6	3.606,8	3.070,6	3.241,5	2.948,1	3.070,6	2.966,5	3.024,4
Instrumentos de patrimonio	3.559,3	4.166,0	3.384,3	4.264,5	3.432,9	3.384,3	3.493,5	3.345,4
Instituciones de inversión colectiva	2.987,4	4.390,5	3.516,3	4.349,3	3.670,2	3.516,3	3.838,7	3.997,7
Depósitos en EECC	26,3	12,1	10,8	45,4	13,4	10,8	13,8	12,1
Derivados	113,0	119,9	145,4	157,8	113,7	145,4	156,3	147,6
Otros	1,6	2,8	3,9	2,4	3,5	3,9	3,9	4,2
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	4,9	7,9	5,5	6,3	5,9	5,5	6,0	5,1
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Tesorería	976,4	832,0	854,6	946,9	951,4	854,6	1.071,1	1.030,2
Neto deudores/acreedores	134,8	135,5	237,4	233,0	364,6	237,4	218,8	294,0

1 Datos provisionales.

	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ²
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	2.536	2.408	2.310	2.341	2.310	2.300	2.255	2.231
Renta fija ³	582	537	508	520	508	491	479	472
Renta fija mixta ⁴	169	160	140	146	140	140	132	131
Renta variable mixta ⁵	165	138	128	130	128	130	122	123
Renta variable euro ⁶	182	172	148	153	148	143	135	130
Renta variable internacional ⁷	242	232	220	222	220	222	220	215
Garantizado renta fija	233	276	351	335	351	375	385	390
Garantizado renta variable ⁸	561	499	420	436	420	404	384	378
Fondos globales	187	192	203	204	203	200	198	196
De gestión pasiva ⁹	69	61	59	59	59	64	75	73
Retorno absoluto ⁹	146	141	133	136	133	131	125	123
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	5.475.403	5.160.889	4.835.193	4.942.074	4.835.193	4.759.241	4.634.762	4.577.959
Renta fija ³	2.041.487	1.622.664	1.384.946	1.419.006	1.384.946	1.362.441	1.326.494	1.307.336
Renta fija mixta ⁴	290.151	270.341	206.938	227.046	206.938	204.653	195.137	192.646
Renta variable mixta ⁵	182.542	171.336	145.150	151.551	145.150	145.472	141.784	142.514
Renta variable euro ⁶	299.353	266.395	237.815	247.166	237.815	224.886	225.774	223.561
Renta variable internacional ⁷	458.097	501.138	448.539	465.814	448.539	442.753	432.816	420.766
Garantizado renta fija	570.963	790.081	1.042.658	1.019.905	1.042.658	1.071.544	1.070.002	1.079.970
Garantizado renta variable ⁸	1.188.304	1.065.426	912.298	946.448	912.298	874.249	832.332	806.193
Fondos globales	88.337	105.720	127.336	130.519	127.336	113.396	105.966	105.085
De gestión pasiva ⁹	85.403	90.343	100.416	95.948	100.416	101.901	108.166	109.629
Retorno absoluto ⁹	270.766	277.445	229.097	238.671	229.097	217.946	196.291	190.259
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	170.547,7	143.918,2	132.368,6	134.033,7	132.368,6	131.994,5	125.120,7	123.791,1
Renta fija ³	84.657,2	56.614,6	46.945,5	48.228,6	46.945,5	45.101,8	42.837,8	41.884,0
Renta fija mixta ⁴	8.695,5	7.319,0	5.253,6	5.715,8	5.253,6	5.686,9	5.430,9	5.391,8
Renta variable mixta ⁵	3.879,6	3.470,5	2.906,1	2.897,5	2.906,1	3.234,2	3.040,3	3.034,6
Renta variable euro ⁶	6.321,6	5.356,8	4.829,2	4.610,8	4.829,2	4.815,6	4.516,5	4.547,3
Renta variable internacional ⁷	5.902,4	8.037,3	6.281,2	6.028,4	6.281,2	6.813,2	6.373,7	6.527,4
Garantizado renta fija	21.033,4	26.180,2	35.058,0	34.241,7	35.058,0	36.677,0	35.421,7	35.538,5
Garantizado renta variable ⁸	25.665,8	22.046,5	18.014,5	18.699,9	18.014,5	17.408,5	15.943,0	15.315,7
Fondos globales	3.872,5	4.440,3	5.104,7	5.154,3	5.104,7	4.545,5	4.272,1	4.280,1
De gestión pasiva ⁹	3.216,6	2.104,8	1.986,2	2.060,0	1.986,2	2.053,9	2.190,9	2.295,4
Retorno absoluto ⁹	7.303,0	8.348,1	5.989,7	6.396,8	5.989,7	5.657,8	5.093,9	4.976,1

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

2 Datos disponibles: julio de 2012.

3 Hasta 1T09 incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, renta fija internacional y monetarios. Desde 2T09 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios. Desde 3T2011 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional, monetario y monetario a corto plazo. Hasta diciembre de 2006 incluía FIAMM.

4 Hasta 1T09 incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.

5 Hasta 1T09 incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.

6 Hasta 1T09 incluye: Renta variable nacional y Renta variable euro. Desde 2T09 incluye Renta variable euro (que ya incluye RVN).

7 Hasta 1T09 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EE.UU., RVI Emergentes y RVI Otros. Desde 2T09: RVI.

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

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

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

CUADRO 3.7

	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ¹
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	5.475.403	5.160.889	4.835.193	4.942.074	4.835.193	4.759.241	4.634.762	4.577.959
Personas físicas	5.322.214	5.019.902	4.706.193	4.808.616	4.706.193	4.632.865	4.509.459	4.454.402
Residentes	5.252.126	4.954.891	4.645.384	4.746.165	4.645.384	4.572.785	4.451.167	4.395.316
No residentes	70.088	65.011	60.809	62.451	60.809	60.080	58.292	59.086
Personas jurídicas	153.189	140.987	129.000	133.458	129.000	126.376	125.303	123.557
Entidades de crédito	674	524	490	507	490	502	492	484
Otros agentes residentes	151.479	139.550	127.765	132.160	127.765	125.168	124.123	122.401
Entidades no residentes	1.036	913	745	791	745	706	688	672
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	170.547,7	143.918,1	132.368,6	134.033,7	132.368,6	131.994,5	125.120,7	123.791,1
Personas físicas	132.860,5	113.660,6	106.561,9	108.000,6	106.561,9	108.015,5	102.223,9	101.243,0
Residentes	130.954,4	111.900,1	105.023,5	106.440,9	105.023,5	106.439,1	100.763,1	99.790,3
No residentes	1.906,0	1.760,5	1.538,5	1.559,7	1.538,5	1.576,3	1.460,9	1.452,7
Personas jurídicas	37.687,2	30.257,5	25.806,7	26.033,1	25.806,7	23.979,1	22.896,8	22.548,0
Entidades de crédito	2.572,0	1.926,1	1.446,7	1.477,0	1.446,7	1.373,5	1.274,6	1.257,2
Otros agentes residentes	34.065,1	27.644,6	23.946,3	24.107,8	23.946,3	22.223,1	21.259,1	20.937,6
Entidades no residentes	1.050,1	686,9	413,7	448,3	413,7	382,5	363,1	353,2

¹ Datos disponibles: julio de 2012.

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

CUADRO 3.8

Millones de euros	2009 ²	2010	2011	2011				2012
				I	II	III	IV	I
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	109.915,2	78.805,2	58.145,0	22.756,0	13.163,9	10.993,2	11.231,9	12.932,8
Renta fija	73.718,8	41.656,1	27.206,2	7.890,1	6.478,3	5.962,8	6.875,0	7.776,1
Renta fija mixta	5.267,6	3.538,8	1.332,4	358,0	517,7	232,0	224,7	358,9
Renta variable mixta	1.135,4	1.221,7	815,7	270,4	334,7	44,6	166,0	101,5
Renta variable euro	2.183,8	1.673,0	2.085	575,2	524,1	472,1	513,6	284,5
Renta variable internacional	2.929,5	4.455,2	3.835,1	2.488,7	721,4	321,2	303,8	561,2
Garantizado renta fija	11.755,4	11.513,4	13.965,7	7.424,2	2.595,3	2.202,5	1.743,7	2.340,3
Garantizado renta variable	5.589,1	5.120,1	2.570,7	828,6	622,0	751,4	368,7	474,4
Fondos globales	2.754,4	3.018,1	3.261,6	1.534,3	838,6	572,2	316,5	468,3
De gestión pasiva	535,5	683,8	924,7	220,5	149,2	197,1	357,9	249,6
Retorno absoluto	4.045,7	5.924,8	2.147,7	1.165,9	382,4	237,4	362,0	318,1
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	122.617,5	104.385,6	68.983,6	23.528,9	17.258,8	13.676,7	14.519,2	14.585,3
Renta fija	81.197,6	68.806,1	37.633,9	13.298,5	8.737,2	7.192,5	8.405,7	8.503,0
Renta fija mixta	2.724,4	4.955,7	3.258,1	1.138,4	892,5	552,8	674,4	596,8
Renta variable mixta	1.596,5	1.311,8	1.136,2	267,4	435,3	192,7	240,8	235,5
Renta variable euro	2.457,8	2.369,9	1.933,0	594,8	453,7	418,8	465,7	436,0
Renta variable internacional	2.165,3	3.303,3	4.652,7	2.521,1	800,6	841,9	489,1	575,2
Garantizado renta fija	15.004,5	6.797,4	6.737,4	2.007,8	2.223,6	1.155,6	1.350,4	1.756,2
Garantizado renta variable	10.990,8	7.620,2	5.632,3	1.624,7	1.717,3	1.356,3	934,0	1.206,0
Fondos globales	2.548,6	2.694,4	2.316,3	507,0	601,0	631,4	576,9	310,4
De gestión pasiva	708,0	1.474,1	1.199,2	236,7	108,3	301,1	553,1	220,3
Retorno absoluto	3.224,0	5.053,0	4.484,7	1.332,4	1.289,5	1.033,6	829,2	745,8

¹ Datos estimados.

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

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

CUADRO 3.9

Millones de euros	2009 ¹	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	-12.702,3	-25.580,6	-10.853,1	-4.121,9	-2.683,0	-3.283,0	-3.427,2	-4.399,3
Renta fija	-7.478,8	-27.149,9	-10.423,6	-2.280,5	-1.211,6	-1.539,2	-2.496,7	-2.056,4
Renta fija mixta	2.543,2	-1.417,0	-1.980,4	-323,8	-320,6	-521,6	302,2	-166,5
Renta variable mixta	-461,1	-90,0	-375,5	-128,4	-112,0	-73,9	219,8	-99,7
Renta variable euro	-274,0	-696,9	142,0	59,0	52,9	49,7	-171,8	15,7
Renta variable internacional	764,2	1.152,1	-796,0	-45,7	-516,4	-185,1	-17,2	-173,4
Garantizado renta fija	-3.249,1	4.716,0	7.809,3	531,1	1.077,6	569,5	748,4	-424,4
Garantizado renta variable	-5.401,7	-2.500,1	-4.053,9	-1.288,1	-963,7	-785,2	-896,4	-1.031,7
Fondos globales	205,8	323,6	972,2	247,1	-84,7	-187,8	-710,2	-196,7
De gestión pasiva	-172,5	-790,3	60,8	-10,8	206,6	-146,9	25,0	234,2
Retorno absoluto	821,7	871,7	-2.207,9	-881,9	-810,9	-462,5	-430,2	-500,5
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	8.389,8	135,7	-673,3	47,2	-3.623,9	1.622,6	3.053,1	-2.474,5
Renta fija	1.535,3	64,5	744,9	164,9	-9,4	258,8	653,0	-207,5
Renta fija mixta	507,9	-56,4	-85,1	5,6	-215,5	59,4	131,1	-89,6
Renta variable mixta	529,9	-53,4	-189,0	-10,5	-336,2	82,5	108,3	-94,1
Renta variable euro	1.477,1	-254,1	-666,9	-26,9	-1.129,3	170,1	158,2	-314,8
Renta variable internacional	1.309,0	877,4	-947,2	-98,8	-1.206,8	437,9	549,2	-266,2
Garantizado renta fija	830,5	-170,4	1.070,4	127,2	422,7	247,5	870,5	-830,9
Garantizado renta variable	1.024,0	-392,8	21,8	-65,8	-164,0	99,7	290,5	-433,9
Fondos globales	272,2	123,1	-307,8	-10,7	-479,1	138,2	151,1	-76,8
De gestión pasiva	657,8	-109,7	-163,9	-9,9	-309,0	73,1	42,7	-97,2
Retorno absoluto	246,4	107,7	-150,5	-27,9	-197,3	55,4	98,4	-63,5

¹ El dato para los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto corresponde a los tres últimos trimestres del año.

Detalle de los rendimientos netos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2009 ¹	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	6,13	1,09	0,45	0,27	-2,45	1,47	2,56	-1,73
Renta fija	2,69	0,78	2,28	0,51	0,14	0,74	1,65	-0,30
Renta fija mixta	9,34	0,61	-0,15	0,41	-3,33	1,41	2,59	-1,33
Renta variable mixta	16,44	0,11	-4,30	0,16	-10,57	3,28	3,71	-2,67
Renta variable euro	31,02	-3,05	-10,77	0,15	-22,4	4,07	3,70	-6,40
Renta variable internacional	33,16	14,8	-11,05	-0,68	-17,26	7,55	8,70	-3,51
Garantizado renta fija	4,10	-0,11	3,77	0,44	1,44	0,85	2,51	-2,30
Garantizado renta variable	5,08	-0,46	1,29	0,01	-0,54	0,87	1,97	-2,34
Fondos globales	10,82	4,15	-4,55	0,13	-8,51	2,97	3,79	-1,42
De gestión pasiva	-	-2,50	-6,27	-0,21	-13,81	3,98	2,38	-4,46
Retorno absoluto	-	2,49	-0,90	-0,07	-2,60	1,20	1,99	-0,90
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,87	0,91	0,93	0,23	0,23	0,24	0,24	0,23
Renta fija	0,63	0,65	0,64	0,16	0,16	0,16	0,17	0,16
Renta fija mixta	1,14	1,20	1,17	0,29	0,28	0,30	0,29	0,27
Renta variable mixta	1,58	1,65	1,59	0,39	0,39	0,40	0,39	0,38
Renta variable euro	1,75	1,78	1,80	0,44	0,46	0,45	0,44	0,44
Renta variable internacional	1,79	1,84	1,77	0,43	0,44	0,45	0,47	0,43
Garantizado renta fija	0,65	0,62	0,72	0,18	0,19	0,19	0,19	0,19
Garantizado renta variable	1,26	1,24	1,24	0,30	0,32	0,31	0,30	0,30
Fondos globales	1,08	1,06	1,11	0,27	0,27	0,28	0,33	0,23
De gestión pasiva	-	0,72	0,75	0,18	0,17	0,21	0,22	0,20
Retorno absoluto	-	1,06	1,08	0,26	0,25	0,28	0,30	0,26
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,09	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,09	0,10	0,12	0,03	0,03	0,03	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,10	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable euro	0,10	0,11	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable internacional	0,12	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,08	0,07	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,11	0,10	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Fondos globales	0,08	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	-	0,07	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Retorno absoluto	-	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

¹ No se incluye la rentabilidad anual de los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto ya que esa vocación entró en vigor con la Circular 1/2009, a partir del segundo trimestre de 2009.

Rentabilidad de los fondos de inversión: detalle por tipo de fondo

CUADRO 3.11

En %	2009 ¹	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II
Total fondos de inversión	5,73	0,35	-0,08	0,03	-2,37	1,35	2,41	-1,75
Renta fija	1,91	0,11	1,56	0,33	0,01	0,58	1,51	-0,47
Renta fija mixta	6,85	-0,54	-1,34	0,09	-3,47	1,20	2,30	-1,55
Renta variable mixta	16,47	-0,98	-5,64	-0,31	-10,13	3,02	3,25	-2,90
Renta variable euro	32,41	-2,94	-11,71	-0,45	-19,67	4,05	3,34	-6,34
Renta variable internacional	37,28	14,22	-10,83	-1,15	-15,70	7,53	8,91	-3,63
Garantizado renta fija	3,81	-0,67	3,28	0,36	1,28	0,71	2,48	-2,32
Garantizado renta variable	3,56	-1,79	0,14	-0,48	-0,76	0,68	1,63	-2,43
Fondos globales	10,90	3,22	-4,64	-0,14	-8,10	2,90	3,56	-1,23
De gestión pasiva	-	-2,36	-7,33	-0,30	-13,94	4,11	1,97	-4,31
Retorno absoluto	-	1,53	-1,87	-0,35	-2,71	0,93	1,68	-1,04

¹ No se incluye la rentabilidad anual de los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto ya que esa vocación entró en vigor con la Circular 1/2009, a partir del segundo trimestre de 2009.

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ¹
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	1.917	1.852	2.047	2.022	2.057	2.047	2.077	2.129
Patrimonio (millones de euros)	652,0	646,2	728,1	738,9	703,9	728,1	775,3	766,9
Suscripciones (millones de euros)	248,7	236,6	201,1	58,5	36,1	50,5	71,5	42,5
Reembolsos (millones de euros)	198,3	268,6	92,5	16,0	17,3	39,0	49,8	26,9
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	50,4	-32,0	108,6	42,5	18,8	11,5	21,7	15,7
Rendimientos netos (millones euros)	62,2	26,3	-26,5	3,0	-53,8	12,8	25,5	-24,1
Rentabilidad (en %)	14,94	5,37	-2,60	0,51	-6,81	2,16	3,66	-2,93
Rendimientos de gestión (%) ²	13,76	6,33	-1,88	0,92	-7,04	2,16	3,68	-2,69
Gastos comisión de gestión (%) ²	2,55	1,91	1,66	0,41	0,38	0,38	0,38	0,24
Gastos de financiación (%) ²	0,11	0,07	0,06	0,02	0,01	0,01	0,01	0,00
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	5.321	4.404	3.805	4.137	4.046	3.805	3.592	3.545
Patrimonio (millones de euros)	810,2	694,9	573,0	636,1	617,4	573,0	568,0	560,0
Suscripciones (millones de euros)	302,4	47,9	10,6	4,2	1,9	2,2	2,0	-
Reembolsos (millones de euros)	585,4	184,8	120,1	28,4	10,7	51,1	13,5	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	-283,0	-136,9	-109,6	-24,3	-8,8	-48,9	-11,5	-
Rendimientos netos (millones euros)	71,9	21,7	-12,3	-6,8	-9,9	4,5	6,4	-
Rentabilidad (en %)	7,85	3,15	-1,70	-1,03	-1,50	0,85	1,15	0,73
Rendimientos de gestión (%) ³	11,54	4,38	-0,47	-0,69	-1,21	1,09	1,45	-
Gastos comisión de gestión (%) ³	1,34	1,25	1,25	0,32	0,30	0,31	0,32	-
Gastos comisión de depósito (%) ³	0,11	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	-

1 Datos disponibles: mayo de 2012. Rentabilidad calculada para el periodo marzo-mayo.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 3.13

	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ²
NÚMERO DE CARTERAS								
Fondos de inversión	2.593	2.429	2.341	2.356	2.341	2.306	2.284	2.246
Sociedades de inversión	3.135	3.068	3.002	3.015	3.002	2.975	2.967	3.002
IIC de IIC de inversión libre	38	32	27	28	27	27	28	28
IIC de inversión libre	28	31	35	36	35	35	35	36
Fondos de inversión inmobiliaria	8	8	6	6	6	6	6	6
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	8	8	9	8	8	8	8
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	170.547,7	143.918,2	132.368,6	134.033,7	132.368,6	131.994,5	125.120,7	123.791,1
Sociedades de inversión	24.952,8	25.361,3	23.037,8	23.321,3	23.037,8	23.827,4	22.849,4	22.834,6
IIC de IIC de inversión libre ³	810,2	694,9	573,0	617,4	573,0	568,0	468,5	-
IIC de inversión libre ³	652,0	643,5	694,7	673,0	694,7	775,3	457,2	-
Fondos de inversión inmobiliaria	6.465,1	6.115,6	4.494,6	4.597,3	4.494,6	4.446,9	4.386,0	4.372,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	308,5	321,9	312,5	1.663,4	312,5	310,8	305,1	300,5

1 A partir del II trimestre 2009, se considera gestionado por SGIIC el 100% del patrimonio de las SICAV cogestionadas por SGIIC y otra/s distintas de SGIIC.

2 Datos disponibles: julio de 2012.

3 Datos disponibles para el segundo trimestre de 2012: mayo de 2012.

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ²
VOLUMEN DE INVERSIÓN³ (millones de euros)								
Total	25.207,2	36.692,9	29.969,5	35.582,2	30.967,3	29.969,5	31.835,1	34.537,8
Fondos	5.215,1	8.535,9	6.382,9	7.303,2	6.446,0	6.382,9	6.583,3	7.188,4
Sociedades	19.992,0	28.156,9	23.586,6	28.279,0	24.521,3	23.586,6	25.251,9	27.349,4
Nº DE INVERSORES								
Total	685.094	865.767	761.380	856.882	803.801	761.380	768.467	788.852
Fondos	139.102	193.233	177.832	195.525	185.665	177.832	175.621	179.987
Sociedades	545.992	666.534	583.548	661.357	618.136	583.548	592.846	608.865
Nº DE INSTITUCIONES								
Total	582	660	739	695	695	739	765	743
Fondos	324	379	426	395	395	426	443	421
Sociedades	258	281	313	300	300	313	322	322
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	275	290	297	298	298	297	303	302
Francia	178	225	284	239	241	284	300	278
Irlanda	64	75	87	84	82	87	90	89
Alemania	17	20	20	21	21	20	20	22
Reino Unido	14	16	19	19	19	19	20	21
Holanda	1	1	1	1	1	1	1	1
Austria	27	27	25	27	27	25	25	24
Bélgica	5	5	5	5	5	5	5	5
Malta	1	1	1	1	1	1	1	1

1 No se incluyen los datos de volumen de inversión y número de inversores de los ETF.

2 Datos provisionales.

3 Volumen de inversión: Importe resultante de multiplicar el número de acciones o participaciones en poder de los inversores, al final del periodo, por su valor en euros en dicha fecha.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias¹

CUADRO 3.15

	2009	2010	2011	2011		2012		
				III	IV	I	II	III ²
FONDOS								
Número	8	7	6	6	6	6	6	6
Participes	83.583	75.280	29.735	31.412	29.735	29.754	27.716	27.754
Patrimonio (millones de euros)	6.465,1	6.115,6	4.494,6	4.597,3	4.494,6	4.446,9	4.386,0	4.372,4
Rentabilidad (%)	-8,31	-4,74	-3,23	-1,03	-0,93	-0,86	-1,23	-0,31
SOCIEDADES								
Número	8	8	8	9	8	8	8	8
Accionistas	928	943	943	944	943	939	939	941
Patrimonio (millones de euros)	308,6	321,9	312,5	1.663,4	312,5	310,8	305,1	300,5

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

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

