CNMV
Comisión Nacional del Mercado de Valores

BOLETÍN DE LA CNMV

Trimestre I

2012

BOLETÍN DE LA CNMV

Trimestre I
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 67

Los mercados de CDS y bonos soberanos en el marco de la crisis de deuda pública europea 69
Óscar Arce y Sergio Mayordomo

Evolución de las sociedades gestoras de fondos de inversión y de su oferta desde 1995 hasta 2010 87
Mª Isabel Cambón y Ramiro Losada

Informe anual de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas del ejercicio 2010 109
Sara Ruiz de la Vega y Sergio Rodríguez Cuadrado

III Novedades regulatorias 127

Informe sobre las auditorías de instituciones de inversión colectiva correspondientes al ejercicio 2010 129
Gema Pedrón Fernández

IV Anexo legislativo 145

V Anexo estadístico 151

Abreviaturas

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

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

I 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	25
	2.3	Perspectivas	34
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		48
	4.1	Vehículos de inversión	48
	4.2	Empresas de servicios de inversión	56
	4.3	Sociedades gestoras de IIC	60
	4.4	Otros intermediarios: capital-riesgo	62

Índice de recuadros

Recuadro 1:	«Propuesta de modificación de la normativa comunitaria sobre agencias de *rating*»	21
Recuadro 2:	«Los procesos de canje de preferentes»	29
Recuadro 3:	«Recomendaciones de la CNMV sobre el contenido de la información financiera trimestral»	37
Recuadro 4:	«Estándares sobre negociación electrónica»	42
Recuadro 5:	«Implicaciones para los fondos garantizados de los descensos de *rating* de las entidades de crédito»	51
Recuadro 6:	«Recomendaciones de ESMA sobre ETF e IIC estructuradas»	54
Recuadro 7:	«Propuesta de reglamento de la CE sobre fondos de capital-riesgo europeos»	63

1 Resumen ejecutivo

- El entorno macroeconómico y financiero se deterioró sustancialmente en los últimos meses de 2011 como consecuencia de la desaceleración de la actividad económica mundial y del recrudecimiento de las tensiones asociadas a la crisis de deuda soberana en algunos países europeos. La subsiguiente revisión a la baja de las previsiones de crecimiento económico afectó tanto a las economías avanzadas –con más intensidad en la zona del euro– como a las emergentes, que, no obstante, continuarán liderando el avance de la actividad mundial en los próximos trimestres. Las expectativas de inflación siguen siendo favorables y no se esperan movimientos relevantes en los tipos de interés oficiales de las principales economías avanzadas en los próximos meses. La necesidad de asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas y de avanzar en el saneamiento del sector financiero siguen siendo cuestiones prioritarias en un conjunto amplio de economías.

- Las tensiones en los mercados de deuda, que fueron especialmente intensas en la segunda mitad de 2011, afectaron a un número creciente de economías europeas. En términos generales, las primas de riesgo alcanzaron máximos en el mes de noviembre y tendieron a reducirse con posterioridad, a lo que contribuyó el compromiso de avanzar en el proceso de consolidación fiscal a escala europea, los progresos alcanzados en torno al proceso de rescate de Grecia y las dos subastas extraordinarias efectuadas recientemente por el BCE a tres años. El endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados de deuda redujo sensiblemente el volumen de las emisiones de estos instrumentos en la segunda parte de 2011. En los mercados de renta variable, se produjeron retrocesos intensos en las cotizaciones en el tercer trimestre del año, que revirtieron con posterioridad. Más recientemente, la publicación de algunos indicadores de actividad y de empleo favorables en Europa y Estados Unidos ha producido un nuevo efecto positivo en las principales bolsas.

- El PIB de la economía española descendió un 0,3% en el último trimestre de 2011 debido al retroceso de la demanda interna. Para el conjunto del año, el crecimiento fue del 0,7%, muy por debajo del 1,5% alcanzado en la zona del euro. La tasa de inflación ha descendido desde los máximos cercanos al 4% en los meses de primavera de 2011 hasta el 1,8% en marzo de 2012, lo que amplía el diferencial negativo con la zona del euro, que se situó en ese mes en 0,8 puntos porcentuales (p.p.). En 2011, continuó la destrucción de empleo (-2%) y aumentó la tasa de paro hasta el 21,6% de la población activa, mientras que el déficit público ascendió al 8,5% del PIB (9,3% en 2010). Los pronósticos de diversas instituciones indican que la economía española entrará de nuevo en recesión en 2012.

- Las entidades de crédito españolas están inmersas en un intenso proceso de reestructuración. La debilidad de la actividad doméstica está perjudicando

notablemente los resultados obtenidos por estas entidades y presionando al alza sus tasas de morosidad. Además, el recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda en la segunda parte de 2011 deterioró sustancialmente las condiciones de financiación de las entidades, que recurrieron en mayor medida a las emisiones de deuda con garantía –como las cédulas hipotecarias– a la captación de depósitos y al aumento de los recursos propios de máxima calidad. La financiación obtenida del Eurosistema también creció de forma notable.

- El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras descendió un 32% en 2011, hasta los 21.445 millones de euros, mientras que su nivel de deuda agregado se redujo un 6,7%.

- La evolución de los mercados de renta variable domésticos estuvo condicionada tanto por las turbulencias asociadas a la crisis de deuda soberana como por el empeoramiento de las perspectivas económicas domésticas. Así, el Ibex 35 retrocedió un 6,5% en el primer trimestre de 2012 (tras el -13,1% de 2011), con caídas importantes en los sectores de petróleo y gas, inmobiliario y químico. La volatilidad histórica del índice, que alcanzó máximos del 65% en noviembre de 2011, descendió hasta niveles cercanos al 25% a mediados de marzo. El levantamiento de las restricciones a la operativa de ventas en corto sobre los valores financieros del mercado español, a mediados de febrero de 2012, ha favorecido un leve aumento en la contratación bursátil. No obstante, todavía no se han recuperado los niveles de contratación anteriores a la activación de la restricción en agosto de 2011.

- Los mercados de renta fija domésticos se vieron sometidos a un elevado grado de tensión a lo largo de la segunda mitad de 2011. Esta tensión, que se redujo notablemente a lo largo de las primeras semanas de 2012, ha aumentado nuevamente en los últimos días de marzo. En conjunto, los tipos de interés, tanto de la deuda pública como de la renta fija privada, han descendido desde los máximos de noviembre de 2011. El diferencial entre los tipos de interés del bono español y el bono alemán a diez años, que alcanzó máximos de 469 puntos básicos (p.b.) en noviembre pasado, se situaba en niveles cercanos a los 360 p.b. a finales de marzo. En las primeras semanas del año la prima de riesgo de crédito del sector privado evolucionó, en general, favorablemente, lo que permitió una cierta reactivación de las emisiones de deuda. Así, las emisiones de renta fija registradas en la CNMV en el primer trimestre de 2012 ascendieron a 119 mil millones de euros, un 55% más que en 2011, y se concentraron en pagarés, bonos simples (un 87% de ellos con aval del Estado) y cédulas hipotecarias.

- El patrimonio de los fondos de inversión cayó un 8% en 2011, hasta los 132 mil millones de euros como consecuencia, fundamentalmente, del elevado volumen de los reembolsos en las categorías de renta fija. El número de fondos y de partícipes también retrocedió en el conjunto del año. La importancia relativa de los activos de liquidez reducida disminuyó desde el 7,4% del patrimonio total de los fondos de inversión a finales de 2010 hasta el 5,6% al cierre de 2011. Los beneficios agregados de las sociedades gestoras de estos productos disminuyeron en línea con la tendencia del patrimonio del sector, aunque el número

de entidades en pérdidas pasó de 35 a 32. Las perspectivas para la industria de la inversión colectiva son complejas, como resultado de la intensa competencia ejercida por los depósitos y otros productos de ahorro bancarios y de la reorganización que está teniendo lugar en el sector a raíz del proceso de reestructuración del sector financiero español.

- El beneficio agregado de las empresas de servicios de inversión (ESI) descendió un 21,5% en 2011, hasta los 227 millones de euros. Los ingresos percibidos por los servicios financieros más relevantes continuaron retrocediendo, en un marco en el que solo las agencias de valores mostraron una cierta contención en sus gastos de explotación. Las sociedades gestoras de cartera y las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) se comportaron relativamente mejor que las sociedades y agencias de valores. El número de ESI en pérdidas aumentó hasta 31, ocho más que a finales de 2010. Con todo, las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo suficientemente holgadas. Las perspectivas para el conjunto de las ESI son inciertas, puesto que dependen tanto de la evolución de los mercados financieros como de las consecuencias que pueda tener el proceso de reestructuración del sistema financiero sobre estas entidades.

- El informe contiene siete recuadros monográficos:

  – En el primer recuadro se describen los principales elementos de la propuesta presentada por la Comisión Europea para modificar la normativa comunitaria sobre agencias de *rating*.

  – El segundo recuadro se centra en las condiciones de la operativa de compraventa de participaciones preferentes en los últimos años y en las modificaciones de su marco regulatorio.

  – El tercer recuadro resume las recomendaciones que ha publicado la CNMV sobre la información financiera trimestral que elaboran y difunden las entidades, a la vista de la heterogeneidad de la misma y las dificultades de comparación que se han observado en determinadas ocasiones.

  – El cuarto recuadro expone los requisitos organizativos y los controles mínimos promovidos por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) que deben ser implantados por las partes que intervengan en una transacción realizada a través de una plataforma organizada de negociación.

  – El quinto recuadro analiza las implicaciones de los descensos de *rating* de las entidades de crédito para los fondos garantizados.

  – El sexto recuadro aborda las principales recomendaciones que ha publicado ESMA sobre los fondos cotizados (ETF) y las instituciones de inversión colectiva (IIC) estructuradas, en relación con su posible impacto en las áreas de estabilidad financiera y de protección al inversor.

  – Finalmente, el séptimo recuadro presenta los principales elementos de la propuesta de reglamento de la Comisión Europea sobre el segmento de fondos de capital-riesgo.

2 Entorno macrofinanciero

2.1 La evolución económica y financiera internacional

El entorno macroeconómico internacional se deterioró sustancialmente en los últimos meses de 2011…

El entorno macroeconómico y financiero internacional se deterioró en los últimos meses de 2011 como consecuencia de la reciente desaceleración de la actividad económica mundial y de la intensificación de la crisis de deuda soberana en Europa. La ralentización del crecimiento de la actividad económica en la segunda mitad de 2011 fue más aguda en las economías europeas, afectadas con más intensidad por el endurecimiento en las condiciones de financiación de los distintos agentes, en un entorno marcado por el extraordinario esfuerzo de consolidación fiscal al que se enfrentan un conjunto amplio de economías. Sin embargo, en los primeros meses de 2012, el escenario macroeconómico internacional ha manifestado algunos síntomas de mejora, todavía débiles, a la vista de la evolución positiva de algunos indicadores de empleo y actividad en Estados Unidos y del proceso ordenado de reestructuración de la deuda pública griega.

… con más intensidad en la zona del euro, que podría entrar nuevamente en recesión en 2012.

En este marco, el crecimiento del PIB mundial descendió desde el 5,2% en 2010 hasta el 3,8% en 2011, como consecuencia de la desaceleración de la actividad tanto de las economías avanzadas (desde el 3,2% en 2010 hasta el 1,6% en 2011) como de las emergentes (desde el 7,3% hasta el 6,2%). Las previsiones más recientes del FMI, de enero de 2012, indican que el crecimiento mundial avanzará en este año y el próximo a tasas algo inferiores al 3,5% y al 4%, respectivamente. Para Estados Unidos y Japón se esperan avances de la actividad ligeramente inferiores al 2% en 2012, mientras que la zona del euro entraría nuevamente en recesión (-0,5%). Las caídas de PIB previstas para este año en varias de las economías europeas de mayor tamaño son de una cuantía muy significativa, particularmente en Italia (-2,2%) y España (-1,7%). El crecimiento de las economías emergentes, que seguiría liderado por China e India, sería próximo al 5,5%.

La inflación de las principales economías avanzadas se moderó en la segunda mitad de 2011 y las expectativas continúan estando ancladas en valores bajos, por lo que se sigue esperando una política monetaria expansiva en las principales áreas.

Tras los máximos alcanzados en el tercer trimestre de 2011, las tasas de inflación de las principales economías avanzadas tendieron, por lo general, a la baja en los últimos meses del año, hasta niveles que oscilaron, según las distintas regiones, entre el 2,7% y el 3,4% (salvo en Japón, donde quedó cerca de cero) como consecuencia, fundamentalmente, de la ralentización en el crecimiento de los precios de la energía. Las tasas subyacentes continuaron en niveles relativamente reducidos a lo largo del segundo semestre de 2011, aunque en algunas economías, como la de Estados Unidos, donde el dinamismo de la actividad fue mayor, se observaron mayores incrementos en los precios. Con todo, las expectativas de inflación continuaron ancladas en niveles bajos, por lo que los tipos de interés oficiales permanecieron inalterados, excepto en la zona del euro. En efecto, tras el fuerte deterioro en el avance de la actividad de las economías de la zona en los últimos meses de 2011, el BCE rebajó en dos ocasiones (en noviembre y en diciembre) el tipo de interés oficial hasta el 1,0%. En Estados Unidos permaneció en el 0-0,25%, en Japón en el 0,1% y en el Reino Unido en el 0,5%. La información que proporcionan los tipos de interés *forward* a tres meses sugiere que los tipos de interés oficiales permanecerán estables en los próximos trimestres en Estados Unidos, pero no se descarta alguna rebaja adicional en la zona del euro.

En este marco, los bancos centrales de las diferentes economías avanzadas prolongaron algunas de las medidas de política monetaria no convencionales que habían adoptado en años anteriores e, incluso, adoptaron algunas nuevas. Entre ellas, destacó la decisión del BCE de aceptar temporalmente determinados préstamos como activos de garantía en sus operaciones de financiación y de realizar dos operaciones de financiación a 36 meses con adjudicación plena, con el fin de mejorar el acceso del sector bancario a la liquidez. El importe agregado adjudicado en ambas subastas –superior al billón de euros– en principio, parece suficiente para cubrir los vencimientos de deuda de las entidades financieras de la zona en 2012 y 2013. Una parte sustancial de la financiación obtenida por las entidades financieras de la zona del euro fue depositada en la facilidad de depósito del Eurosistema.

Se mantienen activas las medidas de política monetaria no convencionales, particularmente en el caso del BCE.

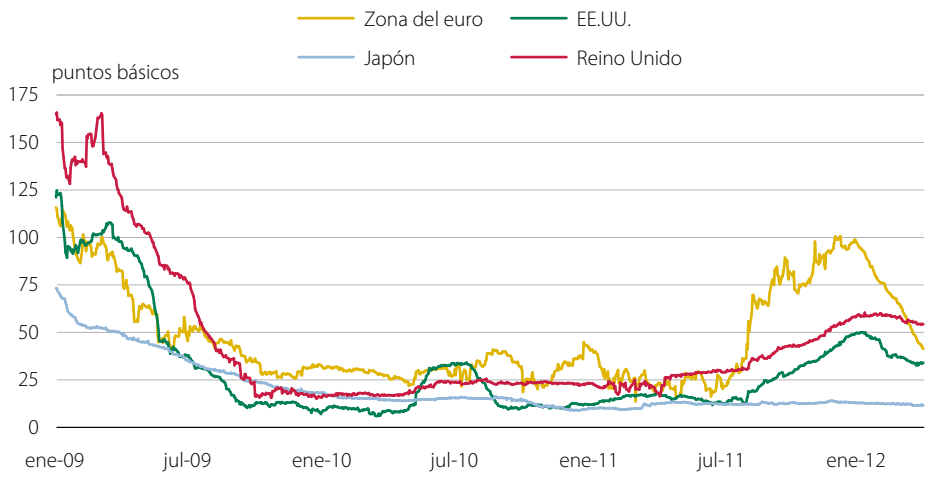
Las tensiones en los mercados de deuda europeos se acentuaron de forma notable desde los meses centrales de 2011 hasta las últimas semanas del año. Durante ese tiempo, las primas de riesgo de crédito de un conjunto amplio de economías europeas crecieron significativamente. Desde los primeros días de 2012, las tensiones han tendido a atenuarse (aunque se mantienen en niveles elevados) como resultado del compromiso de avance en el proceso de consolidación fiscal a escala europea, las medidas extraordinarias adoptadas por el BCE y el nuevo acuerdo de rescate a Grecia alcanzado a principios de marzo, en el que la participación del sector privado ha sido finalmente superior a la prevista.

Las turbulencias en los mercados de deuda soberana afectaron significativamente a los mercados interbancarios europeos…

Las turbulencias presentes en los mercados de deuda en 2011 también se hicieron palpables en otros mercados financieros. En los mercados interbancarios el diferencial LIBOR-OIS a tres meses en la zona del euro se incrementó desde niveles inferiores a los 25 p.b. en el primer semestre de 2011 hasta máximos de 100 p.b. en las últimas semanas del año (véase gráfico 1). Este diferencial también aumentó en otras economías, aunque con menos intensidad: en el Reino Unido se situó cerca de los 60 p.b. a finales de 2011 y en Estados Unidos alcanzó los 50 p.b. En general, desde los primeros días de enero de 2012 se observa un descenso notable de estos diferenciales que, no obstante, continúan por encima de los niveles existentes antes del verano de 2011.

… que reaccionaron con contundencia al recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana desde los meses centrales de 2011.

Diferencial Libor-OIS a tres meses GRÁFICO 1



Fuente: Bloomberg. Datos hasta el 31 de marzo.

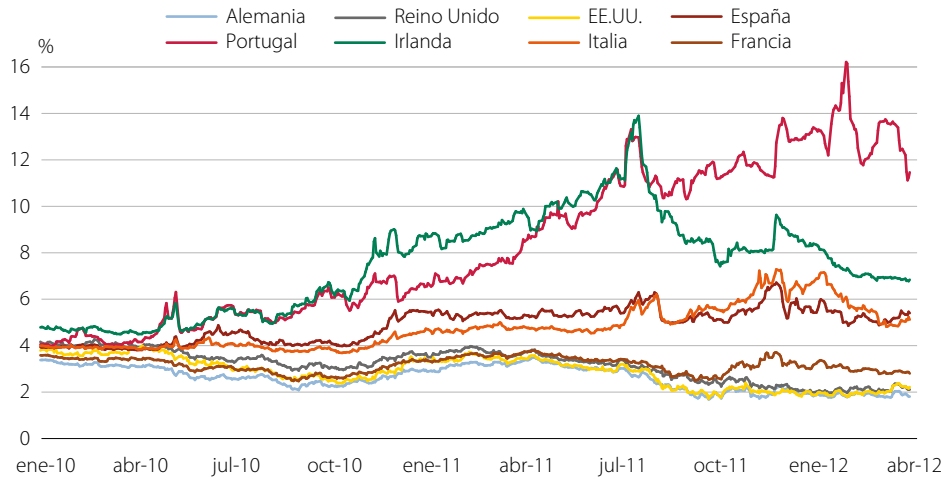
… y se extendieron hasta un conjunto amplio de economías europeas como Italia, España, Francia o Bélgica…

En los mercados de deuda soberana, las tensiones fueron palpables a lo largo de la segunda mitad del año pasado. En esta nueva etapa de turbulencias, como en otras anteriores, los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos, Alemania y el Reino Unido permanecieron en niveles muy reducidos, próximos al 2%. Por el contrario, los tipos de interés de un conjunto amplio de economías europeas crecieron con intensidad, alcanzando cotas máximas a finales de noviembre (véase gráfico 2). Así, en esas fechas, el tipo de interés del bono italiano a diez años se situaba en el 7,3%; el español, en el 6,7%; el belga, en el 5,8%; y el bono francés, a algo más de distancia (3,7%). Desde aquellos máximos, se han producido caídas significativas en los tipos de interés, de entre los 89 p.b. registrados en Francia y los 218 p.b. de Italia.

… aunque han tendido a reducirse ligeramente en los primeros meses de 2012.

Las primas de riesgo de crédito que, en línea con el repunte de los tipos de interés de la deuda, habían marcado máximos históricos a finales de 2011 han tendido a la baja en términos generales en el primer trimestre de 2012. En el caso de Italia y España, el diferencial de tipos de interés con la deuda alemana, que había alcanzado máximos de 550 y 469 p.b., respectivamente, en noviembre de 2011, se situaba cerca de los 330 y 360 p.b. a finales de marzo. La información que proporcionan los CDS de los bonos soberanos europeos apunta en la misma dirección (véase gráfico 3). Con todo, estos niveles en las primas de riesgo de crédito siguen siendo históricamente elevados.

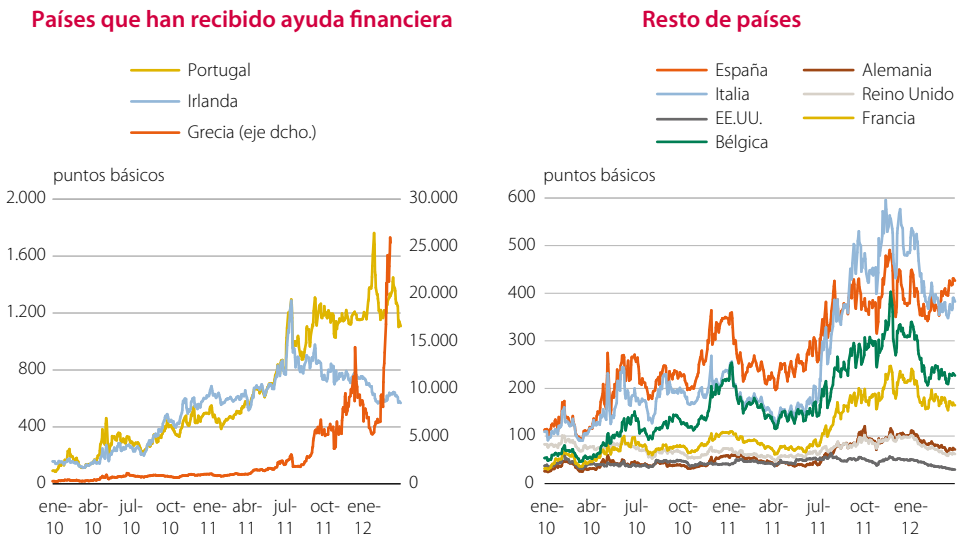
Rentabilidades de la deuda pública a 10 años GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 31 de marzo.

Primas de riesgo soberano, CDS a 5 años

GRÁFICO 3



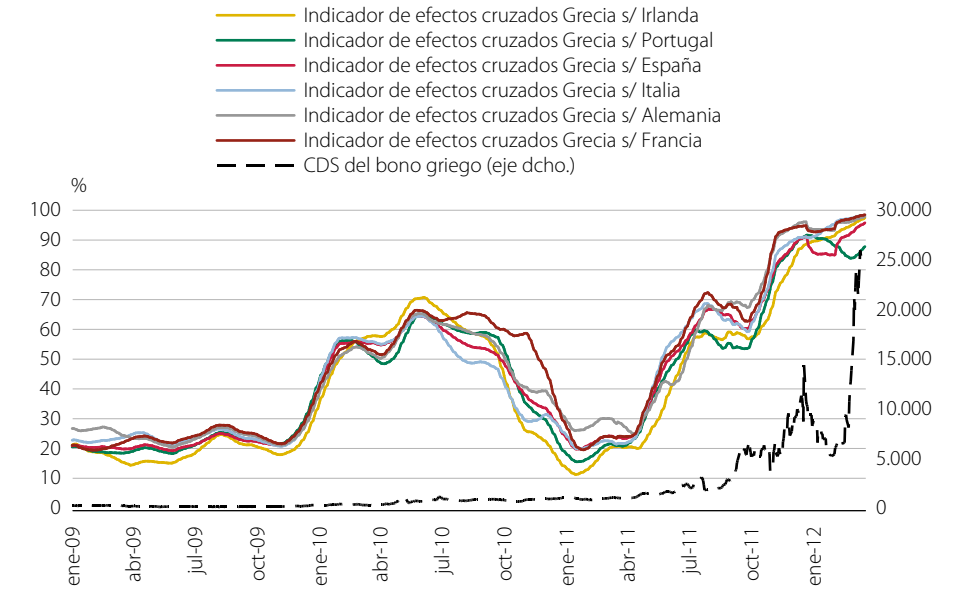
Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 31 de marzo.

En este contexto, los indicadores de efectos cruzados entre los CDS soberanos europeos revelan que el factor común presente en estos mercados asociable a riesgo sistémico, que podría estar capturando en gran medida el CDS soberano griego, continúa siendo muy elevado (véase gráfico 4).

Los indicadores de efectos cruzados entre los CDS soberanos europeos revelan que el efecto procedente del riesgo soberano de Grecia sigue siendo muy elevado.

Deuda griega y riesgo sistémico en los mercados de deuda soberana europea[1]

GRÁFICO 4



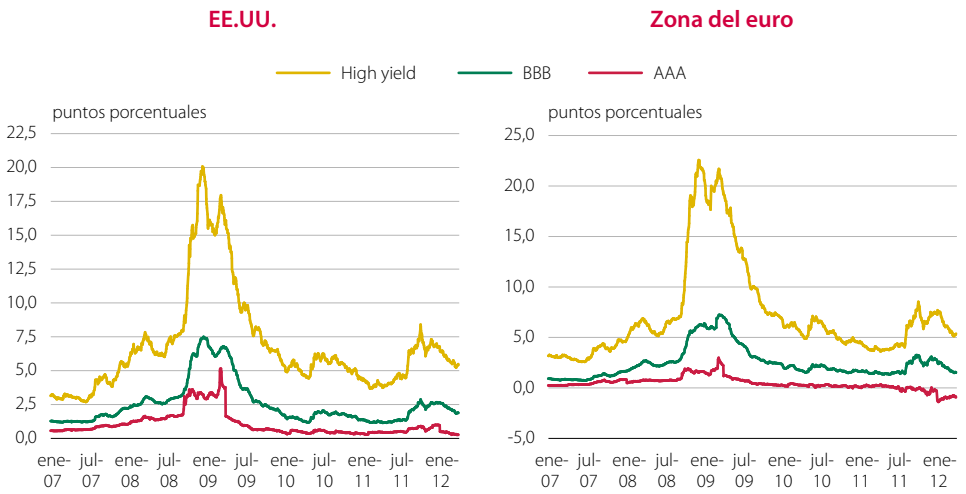
Fuente: CNMV.

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

El incremento de las primas de riesgo soberanas se trasladó con cierta intensidad a las de la deuda corporativa…

El incremento de las primas de riesgo en el sector público en los últimos meses de 2011 se trasladó con cierta intensidad a las primas de riesgo de crédito de la deuda corporativa tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, particularmente en los segmentos de menor calidad crediticia (*high yield*). En estos últimos, la prima de riesgo alcanzó máximos cercanos a los 8,5 p.p. en octubre, aunque tendió a reducirse con posterioridad. El encarecimiento de la financiación hizo que las emisiones de deuda corporativa, en general, retrocedieran de forma notable en el segundo semestre del 2011 en relación tanto con el primer semestre de dicho año como con el segundo de 2010.

Primas de riesgo de crédito de deuda corporativa[1] GRÁFICO 5



Fuente: Thomson Datastream (índices Merrill Lynch e IBOXX). Datos hasta el 31 de marzo.

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

… si bien, el impacto más relevante en la segunda mitad de 2011 tuvo lugar en los mercados primarios de deuda.

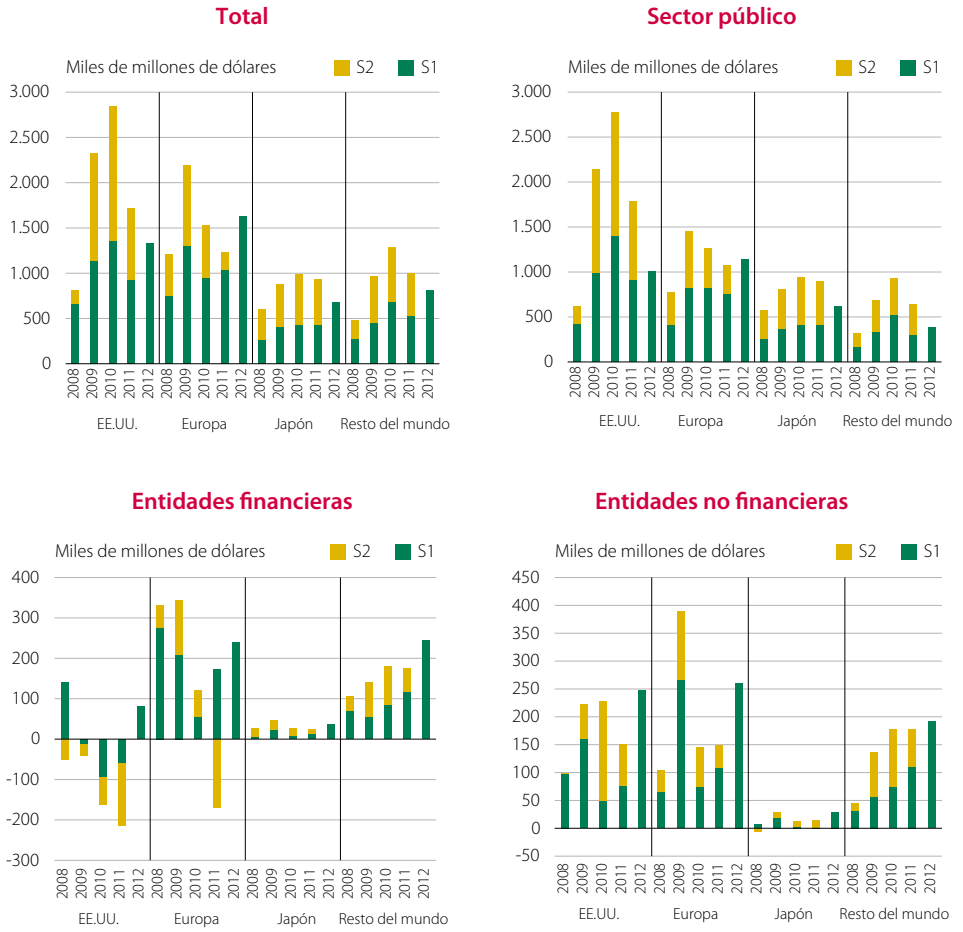
En los mercados internacionales de deuda, el volumen de emisiones netas ascendió a 4,9 billones de dólares en 2011, un 26,5% menos que en 2010 (6,6 billones de dólares). La mayor parte de este descenso tuvo su origen en el retroceso de las emisiones del sector público, particularmente en Estados Unidos. El empeoramiento del entorno macrofinanciero a nivel global hizo que, en general, los volúmenes emitidos fueran mucho menores en el segundo semestre del año (véase gráfico 6). Este impacto negativo fue particularmente intenso en las entidades financieras en las que el importe de las emisiones del segundo semestre de 2011 fue notablemente inferior al de sus vencimientos, tanto en Europa como en Estados Unidos. De hecho, en algunas semanas del tercer trimestre del año, prácticamente no se registró ninguna actividad emisora. Finalmente, la emisión de deuda de las sociedades no financieras, que en el primer semestre del año había superado ampliamente los niveles de 2010 en las principales áreas económicas, también se vio afectada por la crisis de la deuda en la segunda parte de 2011. Sin embargo, salvo en Estados Unidos, los volúmenes emitidos en el conjunto del año por estas sociedades se incrementaron con respecto a la cifra de 2010.

En las primeras semanas de 2012, las emisiones de renta fija a escala internacional han dado señales de recuperación.

En el primer trimestre de 2012, la actividad emisora ha mostrado un dinamismo notable en todas las áreas geográficas y sectores contemplados, destacando la recuperación de las emisiones de deuda del sector privado, particularmente en Europa.

Emisiones netas internacionales de renta fija

GRÁFICO 6



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos de 2012 son hasta el 31 de marzo, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

Recuadro 1: «Propuesta de modificación de la normativa comunitaria sobre agencias de *rating*»

El Reglamento (CE) nº 1060/2009, sobre las agencias de *rating* (Reglamento de CRA), entró en vigor el 7 de diciembre de 2010. Este reglamento exige el registro de las agencias y el cumplimiento de una serie de normas de conducta con el fin de mitigar los posibles conflictos de interés generados en la actividad de estas entidades y garantizar una elevada calidad y transparencia de los *ratings*.

El 1 de junio de 2011 entró en vigor una modificación del Reglamento de CRA que otorgaba las facultades de registro y supervisión de las agencias de calificación a ESMA, centralizando así el registro y la supervisión a nivel europeo (Reglamento UE 513/2011). El 31 de octubre de 2011 se registraron las principales agencias que operan en Europa: DBRS, Fitch, Moody's y Standard & Poor's. La CNMV tuvo una participación activa en el proceso de registro de las tres últimas a través de los colegios de supervisores de los que forma parte.

Aun cuando se trata de una regulación muy reciente, la Comisión Europea presentó en noviembre de 2011 una propuesta de cambio sustancial del Reglamento de

CRA. En la fecha de cierre de este boletín, dicha propuesta estaba siendo examinada por el Consejo de Europa y por el Parlamento Europeo. Las modificaciones propuestas por la Comisión pretenden reforzar la transparencia, la diversidad, la independencia y la responsabilidad frente a terceros de las agencias de calificación. También se pretende introducir en el Reglamento provisiones explícitas que, con carácter general, requieren que las instituciones financieras y los grandes gestores institucionales realicen su propia evaluación del riesgo de crédito sin una dependencia mecánica de los *ratings* emitidos por las agencias. Asimismo, destaca la propuesta de introducción de requisitos en relación con la calificación de las emisiones de deuda soberana. Los principales aspectos de estas novedades se describen a continuación.

Reducción de la excesiva dependencia de los *ratings* por parte de las autoridades, entidades financieras e inversores

En este ámbito, la Comisión Europea sigue el consenso internacional reflejado en los principios elaborados en octubre de 2010 por el Financial Stability Board (FSB), aprobados en la cumbre del G-20 de noviembre de 2010 y refrendados, a nivel europeo, por el acuerdo del Consejo Europeo de 23 de octubre de 2011. Como se ha indicado, la propuesta de modificación del Reglamento de CRA introduce, con carácter general, una exigencia de *due diligence* en materia de riesgo de crédito para los grandes intermediarios financieros (entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, compañías de seguros y gestores de IIC, planes de pensiones e inversión alternativa, así como entidades de contrapartida central). Además, requiere a las autoridades europeas de supervisión que adapten sus recomendaciones para eliminar las referencias a los *ratings* cuando esto pueda dar lugar a que las autoridades o los participantes del mercado se basen mecánicamente en ellos. Esta exigencia se extiende, asimismo, a las recomendaciones de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés).

Junto con estas propuestas referidas al Reglamento de CRA, la Comisión Europea también propuso en noviembre de 2011 una serie de modificaciones específicas, con la misma finalidad, dirigidas a los inversores institucionales en la Directiva de UCITS y en la Directiva de Gestores de Fondos Alternativos. Con anterioridad, en junio de 2011, incluyó una propuesta similar para las entidades financieras en el marco de sus propuestas de reforma relativas a la Directiva IV de Requisitos de Capital. La Comisión presentará modificaciones similares para las compañías de seguros el próximo año.

Aumento de la transparencia y los requisitos aplicables a los *ratings* de bonos soberanos

Entre otras medidas, se propone que los *ratings* soberanos (Estados, regiones y entes locales) deban revisarse como mínimo cada seis meses en lugar de cada 12 meses y que deban publicarse después del cierre de los centros de negociación establecidos en la Unión y al menos una hora antes de su apertura, con el fin de evitar perturbaciones en los mercados.

Aumento de la diversidad e introducción de criterios más estrictos de independencia de las agencias de *rating*

Con el objetivo de mitigar los conflictos derivados del sistema de «pago por el emisor», la Comisión Europea propone una norma de rotación obligatoria para las agencias contratadas por el emisor para calificar al propio emisor o sus instrumentos de deuda. En concreto, la agencia contratada no deberá trabajar para el emisor más de tres años o más de un año en caso de que califique consecutivamente más de diez instrumentos de deuda del emisor. Sin embargo, esta última norma no deberá dar lugar a que el periodo autorizado de contratación sea inferior a un año. La prohibición duraría cuatro años antes de que la agencia pudiera volver a ser contratada.

Además, para los instrumentos de financiación estructurada se exigen dos *ratings* de agencias diferentes y se introducen normas adicionales para eliminar o mitigar los conflictos de interés de los accionistas de las agencias (por ejemplo, un accionista significativo de una agencia no podrá ser, al mismo tiempo, accionista significativo de otra agencia).

Introducción de responsabilidad civil para las agencias

La Comisión Europea propone que cuando un inversor considere que una agencia ha infringido de forma deliberada o por negligencia grave el Reglamento, y se demuestre que esta infracción ha influido en la calificación crediticia que la agencia ha otorgado a un instrumento, causando al inversor perjuicio por haber confiado en el *rating* de dicha agencia, esta será considerada responsable.

Rigor en las metodologías de las agencias

La Comisión Europea propone que ESMA verifique y confirme que cualquier cambio en las metodologías que las agencias pretendan introducir cumpla con los requisitos del Reglamento (que sean rigurosas, sistemáticas, aplicadas de forma continua y que puedan ser validadas a partir de la experiencia histórica, incluida la simulación retrospectiva).

Fomento de la visibilidad de las agencias pequeñas y mejora de la comparabilidad de los *ratings*

La Comisión Europea propone que ESMA publique en su web todos los *ratings*, debidamente actualizados. Con el fin de que dichos *ratings* sean comparables, la Comisión propone exigir a las agencias la conversión de sus *ratings* a una escala armonizada que elaborará ESMA, de forma que los *ratings* que publique ESMA sigan un formato estandarizado (las agencias podrán seguir publicando en sus webs sus *ratings* de acuerdo a sus propias escalas). Finalmente, la Comisión propone que ESMA publique la media de los *ratings* vivos de las agencias sobre un instrumento o entidad.

Tras los fuertes retrocesos en el tercer trimestre de 2011, las bolsas han mostrado avances notables en casi todas las plazas de referencia.

Los índices de renta variable de las principales economías avanzadas mostraron retrocesos importantes en el tercer trimestre de 2011. Sin embargo, cambiaron su tendencia en las últimas semanas del año, impulsados por la publicación de diversos indicadores de actividad y empleo favorables, particularmente en Estados Unidos, y por un ligero descenso de las tensiones asociadas a la crisis de deuda soberana. La revalorización de los índices se ha mantenido en el primer trimestre de 2012, con avances próximos o superiores al 7%, con pocas excepciones. La volatilidad de los mercados marcó máximos en el último trimestre de 2011, en niveles del 50% en los índices de las economías avanzadas y del 20% en las emergentes. Desde entonces, la volatilidad ha descendido de forma notable hasta niveles del 20% en los índices de las economías avanzadas y del 10% en las emergentes. Con todo, el apetito por el riesgo de los inversores continúa siendo reducido (véase gráfico 7).

El euro se depreció con intensidad en la segunda mitad de 2011…

En los mercados de divisas, el euro se depreció con intensidad frente al dólar y otras monedas de referencia, prácticamente, a lo largo de todo el segundo semestre de 2011. La prolongación de la crisis de deuda soberana, el deterioro de las perspectivas económicas de la zona y las inyecciones de liquidez efectuadas por el BCE estarían detrás de la pérdida de valor de la moneda europea. En 2012, el descenso de la incertidumbre ha permitido una cierta recuperación de su cotización que, a finales de marzo, se situaba en 1,34 dólares por euro y en 110 yenes por euro

Rentabilidad de los principales índices bursátiles[1] (%) CUADRO 1

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

Fuente: Datastream.

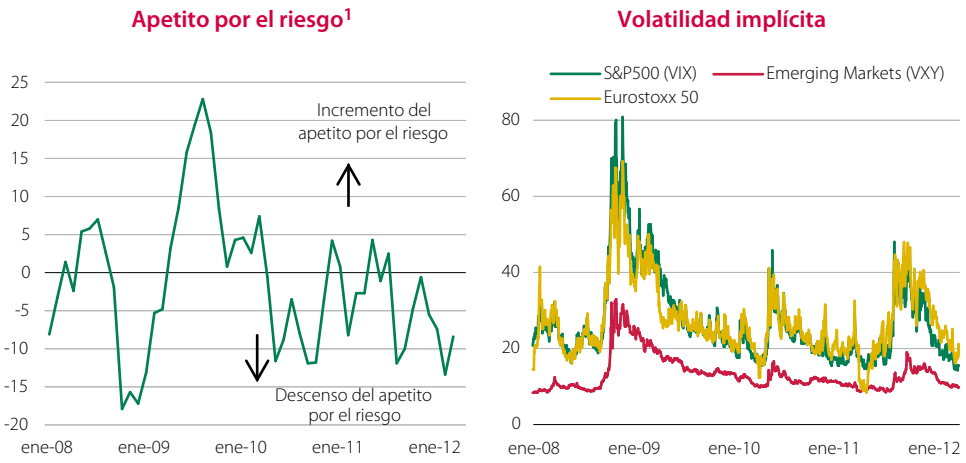
1 En moneda local.

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

Los precios de las materias primas, que se situaban en máximos en los meses de primavera de 2011, continúan en niveles históricamente elevados aunque se observan ciertas diferencias, según productos. Así, los precios de los alimentos, de los materiales y, en menor medida, de los metales han mostrado una tendencia bajista desde mediados de 2011, mientras que el precio del petróleo, del oro y de los metales preciosos ha seguido aumentando. El incremento del precio del crudo estaría asociado a las tensiones geopolíticas de los países productores, mientras que el encarecimiento del oro y los metales preciosos estaría ligado, fundamentalmente, a la importancia de su papel como activo refugio en los momentos de turbulencias en los mercados financieros.

… mientras que el precio de las materias primas, en general, se mantuvo en niveles elevados.

Indicadores relativos a los mercados financieros GRÁFICO 7



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

2.2 La evolución económica y financiera nacional

Los datos más recientes de la Contabilidad Nacional Trimestral revelan que el PIB cayó tres décimas en los tres últimos meses del año con respecto al tercer trimestre, lo que dejó el avance medio interanual del PIB en 2011 en el 0,7%. En la zona del euro, el descenso de la actividad en el último trimestre del año fue similar al observado en España (-0,3 p.p.), pero su mayor dinamismo a lo largo de los trimestres anteriores dejó el crecimiento medio del año en el 1,5%. La desaceleración de la actividad doméstica tuvo su origen en el fuerte retroceso de la demanda interna, que no pudo ser compensado por la contribución positiva del sector exterior. El comportamiento de la demanda interna en el último trimestre del año fue el resultado de la contracción simultánea de todos sus componentes: el consumo privado retrocedió un 1%, el consumo público un 1,1%, la inversión en equipo un 3,9% y la inversión en vivienda un 2,3%. El aumento de la aportación positiva al crecimiento de la demanda externa se debió a la fuerte moderación de las importaciones de bienes y servicios.

El PIB español descendió un 0,3% en el último trimestre del año (0,7% en 2011) debido al retroceso de la demanda interna.

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

Por la oferta, destacó la caída del producto de las principales ramas de actividad en el último trimestre de 2011.

La tasa de inflación desciende desde la primavera de 2011, lo que amplifica el diferencial negativo con la zona del euro…

La tasa de inflación española ha mantenido en los últimos trimestres la senda descendente que inició en la primavera de 2011. En marzo de este año, la variación interanual de los precios se situaba en el 1,8% (2,4% en diciembre de 2011) como resultado de la moderación del crecimiento de los precios de la energía y, también, de otros componentes del índice que permitieron que la tasa subyacente también continuara a la baja (1,2% en febrero). El diferencial de inflación con la zona del euro se situó en -0,8 p.p. en marzo, cuatro décimas menos que en diciembre.

España: principales variables macroeconómicas (% var. anual) CUADRO 2

					Banco de España	
	2008	2009	2010	2011	2012P	2013P
PIB	**0,9**	**-3,7**	**-0,1**	**0,7**	**-1,5**	**0,2**
Consumo privado	-0,6	-4,3	0,8	-0,1	-1,2	-0,5
Consumo público	5,9	3,7	0,2	-2,2	-6,3	-3,3
Formación bruta de capital fijo, de la que:	-4,7	-16,6	-6,3	-5,1	-9,2	-2,2
Bienes de equipo	-2,9	-22,3	5,1	1,4	-7,0	-0,9
Exportaciones	-1,0	-10,4	13,5	9,0	3,5	5,9
Importaciones	-5,2	-17,2	8,9	-0,1	-4,8	1,2
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	1,5	2,8	0,9	2,5	2,5	1,5
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	-0,2	-6,5	-2,6	-2,0	-3,0	-0,7
Tasa de paro	11,3	18,0	20,1	21,6	23,4	23,3
Deflactor del consumo privado	3,6	-1,2	2,4	3,2	1,5	1,2
Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de la nación (% PIB)	-9,2	-4,7	-4,0	-3,7	-1,4	0,0
Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de las AA.PP. (% PIB)	-4,5	-11,2	-9,3	-8,5	-4,4	-3,0

Fuente: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

… mientras que continúa la destrucción de empleo y el aumento de la tasa de paro.

Los datos correspondientes al mercado laboral confirman que la destrucción de empleo se mantiene en tasas muy elevadas (2% en el conjunto de 2011), así como la tasa de paro, que a finales de 2011 alcanzaba el 22,8% (cerca de 2,3 millones de desempleados). Los costes laborales unitarios cayeron cerca de un 2% como consecuencia del notable avance de la productividad (2,8%), que compensó con creces el incremento de la remuneración por asalariado (0,8%).

El déficit público ascendió al 8,5% del PIB en 2011 (9,3% del PIB en 2010).

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

Las entidades de crédito españolas están inmersas en un proceso de reestructuración, cuyo resultado será clave para afrontar diversos retos.

Las entidades de crédito españolas continúan inmersas en un proceso de reestructuración que debe facilitarles su adaptación a las nuevas condiciones imperantes en el marco de su actividad y la superación de las dificultades asociadas al incremento de la morosidad. Por el momento, la financiación que han obtenido estas entidades del Eurosistema les permitirá afrontar con relativa comodidad los vencimientos de deuda

de los próximos dos ejercicios. Sin embargo, la debilidad de la actividad doméstica continúa presionando a la baja sus resultados, en un marco en el que el proceso de reconocimiento de las pérdidas asociadas a la cartera de activos inmobiliarios aún no ha finalizado.

Sus resultados descendieron notablemente en 2011 por el deterioro del margen de intereses y de sus activos financieros y no financieros.

El resultado antes de impuestos de las entidades de depósito en España en el conjunto de 2011 reveló pérdidas por importe de 2.822 millones de euros, frente a los beneficios de 9.837 millones de euros en 2010. Esta evolución se debió al descenso del margen de intereses (en aproximadamente 5.000 millones de euros hasta los 29.545 millones de euros) y en el incremento de las pérdidas por el deterioro de los activos financieros y no financieros (de 3.286 millones y de 4.712 millones, respectivamente). El análisis del margen de intereses revela que el aumento de los ingresos financieros (9%) no fue suficiente para compensar el fuerte crecimiento de los costes financieros (27,3%). Por su parte, los gastos de explotación retrocedieron moderadamente (-3,3%), destacando la caída de los gastos de personal (-4,3%).

El saldo vivo de crédito a empresas y hogares retrocedió con intensidad, en contraste con los avances registrados en la zona del euro.

La financiación a los sectores no financieros, que se había recuperado ligeramente entre abril y diciembre de 2010, volvió a mostrar un comportamiento desfavorable a lo largo de 2011. Así, el saldo vivo de crédito al sector privado no financiero (empresas y familias) cayó un 2,4% en términos interanuales en febrero de 2012 (-2,4% en diciembre de 2011 y 0,4% en diciembre de 2010). El retroceso de la financiación concedida a las sociedades no financieras en España (-2,2%) contrasta con el ligero avance de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro (0,7%), que no ha dejado de recuperarse desde los mínimos de la primavera de 2010. El crédito a hogares en España también cayó un 2,7% (-2,0% el crédito a la vivienda y -5,2% el crédito al consumo), en contraposición al incremento del 1,3% registrado en la zona del euro.

La tasa de morosidad total, que aumentó hasta el 7,9% en enero de 2012, siguió estando muy influenciada por las actividades de promoción inmobiliaria y construcción.

La tasa de morosidad continuó creciendo en 2011, en línea con la debilidad de la actividad doméstica y el incremento del desempleo. En enero de 2011 la morosidad ascendió al 7,9% (7,6% en diciembre de 2011, 5,8% en diciembre de 2010 y 5,1% en diciembre de 2009). La mayoría de los créditos morosos continuarán ligados a las actividades de promoción inmobiliaria (20,9% en diciembre de 2011) y de construcción (17,7%). La morosidad ligada al crédito para adquisición de vivienda con garantía hipotecaria se situaba a finales de 2011 en el 3%.

Las entidades de crédito domésticas han vuelto a elevar su recurso a la financiación del Eurosistema en detrimento de las emisiones de instrumentos de renta fija…

Las condiciones de financiación de las entidades de crédito españolas en los mercados financieros continuaron siendo complejas en 2011, particularmente en la segunda mitad del año. El fuerte encarecimiento de la financiación hizo que en algunas semanas del año prácticamente no se registraran emisiones, algo que también se observó en el conjunto de entidades financieras europeas. En general, tanto en España como en Europa las entidades optaron por incrementar las emisiones de instrumentos de mayor calidad crediticia percibida, en particular, las de cédulas hipotecarias. Como se observa en el gráfico 8, una parte sustancial de estas emisiones, junto con las de los bonos de titulización, fue retenida por las entidades con el fin de utilizar estos instrumentos para obtener financiación del Eurosistema. De hecho, la financiación que obtuvieron las entidades financieras españolas del Eurosistema se incrementó progresivamente desde los 42 mil millones de euros en los meses de primavera de 2011 hasta los 152 mil millones en febrero de 2012, unos niveles superiores a los observados en el primer episodio de la crisis griega, en mayo de 2010.

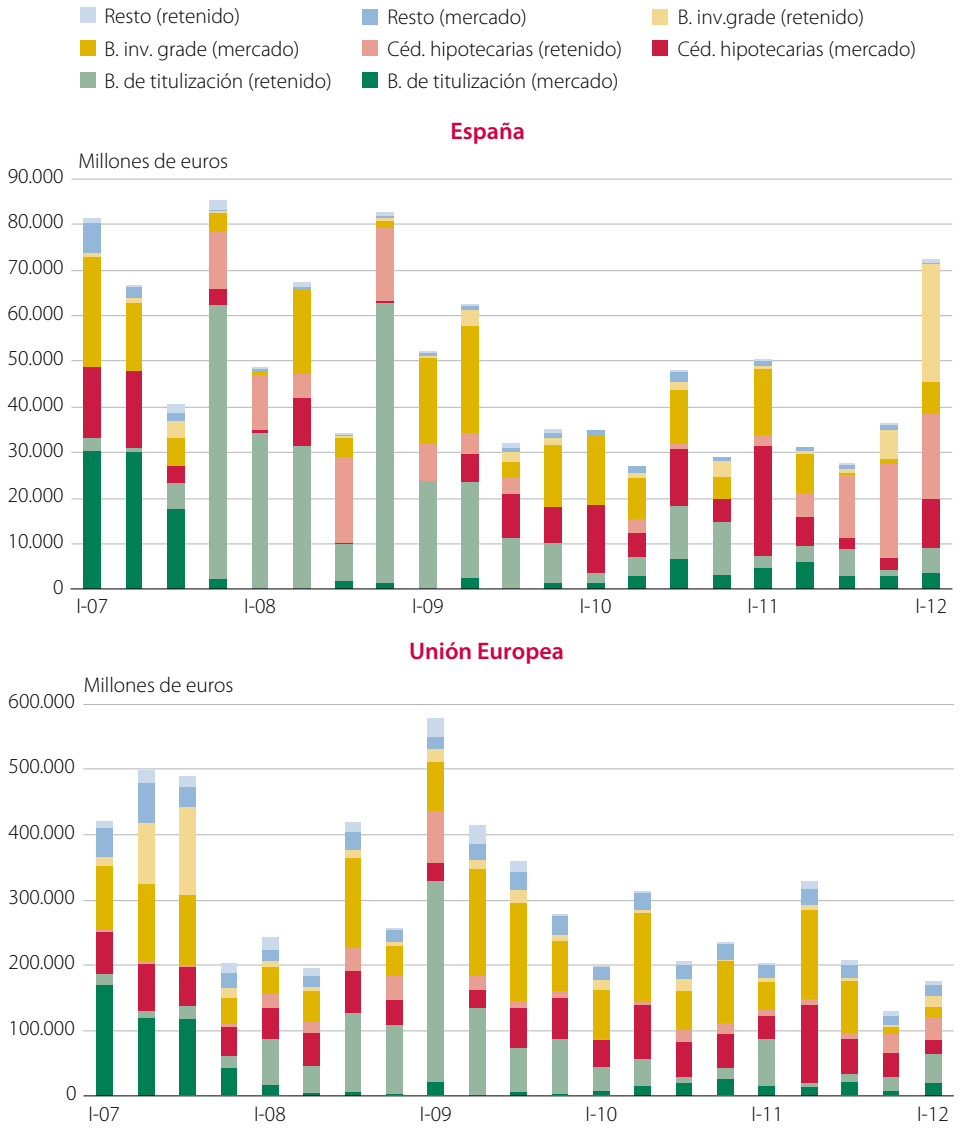
… que, no obstante, han tendido a recuperarse en los primeros meses de 2012, particularmente de aquellas con aval del Estado.

En el primer trimestre de 2012, se ha observado una cierta recuperación de las emisiones de deuda de las entidades financieras españolas, que se han centrado en cédulas hipotecarias y en bonos de elevada calidad crediticia (*investment grade*). No obstante, cerca del 87% del volumen de bonos emitidos fue avalado por el Estado[1] (en total 27,2 mil millones de euros repartidos en nueve entidades financieras), un recurso que fue escasamente utilizado en 2011 (7,36 mil millones en el conjunto del año).

Los depósitos de los sectores no financieros permanecen estables, mientras que el capital y las reservas se han incrementado notablemente.

Por lo que se refiere al resto de fuentes de financiación de las entidades, se observa una cierta estabilidad en el saldo vivo de los depósitos y un incremento sustancial de la partida agregada de capital y reservas, en línea con el objetivo de las entidades de reforzar sus recursos propios (véase recuadro 2).

Emisiones brutas de deuda a medio y largo plazo de las entidades financieras GRÁFICO 8



Fuente: Dealogic. Datos hasta el 31 de marzo.

1 El plazo de emisión de estos instrumentos ha sido prorrogado hasta el 30 de junio de 2012.

Recuadro 2: «Los procesos de canje de preferentes»

Las participaciones preferentes se encontraban incluidas, con ciertos límites, entre las partidas que formaban parte de los recursos propios de primera categoría relacionados en el artículo 7 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios. No obstante, la emisión y comercialización de estos instrumentos en nuestro país no se produjo hasta mediados de la década de 1990. Desde entonces, la mayor parte de las emisiones destinadas al mercado minorista han sido realizadas por filiales de entidades financieras y comercializadas entre sus clientes. Las entidades financieras también han comercializado las emisiones realizadas por empresas no financieras.

En 2003 se modificó la citada ley con vistas a establecer un marco regulatorio aplicable a estos productos más detallado y evitar su emisión a través de filiales de entidades españolas domiciliadas en paraísos fiscales. Entre otras modificaciones, se incluyó un régimen fiscal más beneficioso según el cual el pago de los intereses de las participaciones preferentes comenzó a computar como gasto deducible para el emisor.

Hasta fechas recientes era frecuente que las entidades amortizaran anticipadamente sus participaciones preferentes y que el inversor recuperase todo el capital invertido, además de los intereses acumulados hasta ese momento. Asimismo, era común que las entidades recomprasen las participaciones a su titular cuando este solicitaba su liquidación, sin tener que esperar a que la entidad decidiese amortizar la emisión. En estos casos, el emisor solía vender la participación del inversor original a un tercer cliente interesado a su valor nominal, dado que en esos años el valor de mercado y el nominal eran prácticamente idénticos.

Desde finales de 2008 se interrumpieron las amortizaciones de este tipo de emisiones, lo que, unido a la situación general del sistema financiero, propició que algunas participaciones preferentes tuvieran un valor de mercado claramente por debajo del valor nominal. Por otro lado, la liquidez de estos instrumentos normalmente es limitada, lo que reduce la posibilidad de que los inversores puedan liquidar su posición y recuperar su inversión sin sufrir pérdidas adicionales.

En este escenario de cambios importantes en las condiciones de los mercados financieros y en las prácticas de las entidades emisoras de estos productos, la CNMV recordó el 23 de diciembre de 2009, a través de una guía para la verificación de emisiones de renta fija e instrumentos híbridos dirigidos a clientes minoristas, la necesidad de que las emisiones de participaciones preferentes contasen con una entidad proveedora de liquidez. El 16 de junio de 2010, la CNMV señalaba como una buena práctica el que la actividad de provisión de liquidez se realizara a través de, al menos, una plataforma electrónica multilateral. Por el contrario, se consideraba una mala práctica el que las entidades proveedoras de liquidez cotizaran posiciones significativamente alejadas del valor razonable. Asimismo, la CNMV señalaba como mala práctica la utilización de mecanismos internos de case de operaciones a un valor diferente del de mercado entre clientes minoristas de la entidad emisora y/o comercializadora de los valores, o entre los clientes y la propia entidad que presta el servicio de inversión ya que, en caso de transacciones por encima del valor de mercado, se estaría perjudicando al inversor que adquiriese los valores.

En los últimos meses, bien sea por motivos reputacionales o comerciales, bien porque la Autoridad Bancaria Europea –en línea con lo establecido por Basilea III– en sus recomendaciones a las autoridades supervisoras nacionales para favorecer el reforzamiento de la solvencia de las entidades de crédito europeas más importantes, efectuadas a finales de 2011, no incluía este tipo de instrumentos como recurso propio de máxima categoría, las entidades emisoras están procediendo a amortizar, convertir o canjear este instrumento por otros productos que tengan un tratamiento regulatorio más acorde con sus nuevas necesidades de capital regulatorio.

En este contexto, se han producido recientemente algunas operaciones de canje de las participaciones preferentes por otros productos financieros. Así, de los 22.374 millones de euros de participaciones preferentes emitidas por entidades financieras en manos de inversores minoristas, aproximadamente, quedarían aún sin ofertas de canje un saldo vivo de unos 8.500 millones. No obstante, es probable que este saldo se reduzca próximamente, ya que la mayor parte de las entidades emisoras que aún no lo han hecho tienen previsto realizar ofertas de canje en el futuro próximo.

En todos los casos, los canjes se están realizando por encima del valor de mercado de las participaciones preferentes y en su mayoría al 100% del valor nominal.

En el cuadro siguiente se refieren las principales operaciones de este tipo.

Principales operaciones de canje de preferentes CUADRO R1.1

Emisor	Nominal recomprado	Valores entregados	Valor entrega s/ nominal pref.	Importe efectivo de la oferta	% Aceptación
BBVA	3.475.000.000	B. subordinados obligatoriamente convertibles	100%	3.475.000.000	98,71
Banco Santander	1.965.615.725	Acciones nuevas	100%	1.965.615.725	98,88
Caixabank	4.898.000.000	Cesta de títulos: 30% bonos subordinados obligatoriamente convertibles en junio de 2012 y junio de 2013 y 70% deuda subordinada a 10 años con cupón del 4%	81%-86%		98,41
Banco Sabadell	850.000.000	Acciones autocartera / acciones nuevas[1]	90%-100%	867.000.000	64,57-97,71
BFA / Bankia	1.155.254.329 65% part. preferentes 30% subordinadas 5% subordinadas perpetuas	Acciones nuevas[2]	75%-100%	1.155.254.329	90,7% (entre el 32% y el 99%)
Banco Popular	1.128.227.900	Bonos subordinados obligatoriamente convertibles	100%	1.109.375.800	98,33

1 El 90% de la oferta se liquidará ahora, el otro 10% más un 2% adicional al año de la oferta inicial (siempre y cuando se hayan mantenido sin vender las acciones inicialmente entregadas).
2 El 75% en el momento de la oferta y el 25% restante en el plazo de 18 meses con condiciones de mantenimiento.

En trámite			
Emisor	Nominal recomprado	Valores entregados	Valor entrega s/ nominal pref.
Banesto	497.500.000	Bonos simples a tres años al 3% anual fijo	94,91%-96,31%

Fuente: CNMV.

En este sentido, la CNMV entiende que en los procesos de canje o recompra con entrega de nuevos valores, estos deberían ser más líquidos y menos complejos que los sustituidos, y, en particular, que las entidades financieras deberían evitar la entrega de títulos perpetuos o híbridos, de forma que no se dificulte el cumplimiento de las normas de conducta aplicables.

En cualquier caso, la CNMV está velando, en su labor de supervisión, por que en estos canjes, de carácter voluntario para ambas partes, exista la máxima transparencia acerca de las condiciones de la operación, de forma que los inversores puedan tomar sus decisiones con la mayor información posible y se respeten las normas de comercialización de productos financieros.

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras descendió un 32% en 2011. El sector de la construcción y las actividades inmobiliarias volvió a mostrar pérdidas.

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras retrocedió un 32% en 2011, hasta los 21.445 millones de euros (véase cuadro 3). En términos relativos, el sector cuyo nivel de beneficios se vio más afectado durante el año fue el relacionado con la construcción y las actividades inmobiliarias que, después del buen comportamiento de 2010, volvió a mostrar pérdidas en 2011, concretamente de 53 millones de euros. Los beneficios de las empresas del sector energético y de los servicios, que son las más relevantes atendiendo a la importancia relativa de sus resultados, retrocedieron en 2011 un 28,9% y un 24,8%, respectivamente, hasta situarse en 10.741 y 9.454 millones de euros. Por su parte, el beneficio agregado de las empresas industriales retrocedió un 39,8% en el conjunto del año, hasta los 948 millones de euros.

Evolución de los resultados por sectores[1]: empresas cotizadas no financieras

CUADRO 3

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

Fuente: CNMV.

1 Resultados acumulados en el año.

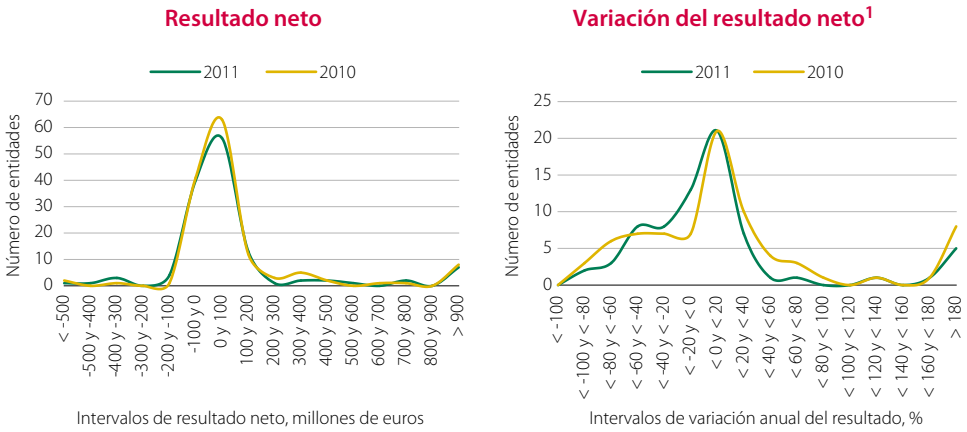
2 Resultado bruto de explotación.

3 Resultados antes de intereses e impuestos.

El número de entidades con beneficios inferiores a los 100 millones de euros disminuyó en 2011.

Si se analiza la distribución del número de sociedades cotizadas no financieras en función del resultado neto del ejercicio, se observa una reducción en el número de entidades con beneficios situados entre cero y 100 millones de euros (intervalo donde se concentra la mayor parte de entidades) y un incremento en el número de sociedades con pérdidas superiores a los 100 millones de euros, que pasó de cuatro a nueve. En relación a la variación del resultado para las sociedades que presentaron beneficios positivos tanto en 2010 como en 2011, se observa, en general, que los beneficios disminuyeron en 2011 en una proporción elevada de entidades, aunque los retrocesos no fueron demasiado elevados (véase gráfico 9).

Distribución del número de sociedades cotizadas no financieras en función de: GRÁFICO 9



Fuente: CNMV.

1 Se ofrece la distribución del número de entidades en función de la variación de su resultado neto, sujeto a que este resultado fuera positivo en ambos ejercicios.

Durante 2011 también se redujo el nivel de deuda de estas sociedades en un 6,7%…

El endeudamiento agregado de las sociedades cotizadas no financieras experimentó un fuerte retroceso a lo largo de 2011, prolongando la tendencia iniciada en 2010. En concreto, el nivel agregado de deuda de estas entidades descendió un 6,7% en 2011, hasta situarse en 304,8 mil millones de euros, lo que contrasta con el fuerte incremento de la deuda que se produjo entre 2005 y 2009, cuando prácticamente duplicó su nivel. En tres de los cuatro sectores contemplados se redujo el nivel de deuda (véase cuadro 4). Concretamente, en las empresas energéticas, en las relacionadas con la construcción y con la actividad inmobiliaria y en las de comercio y servicios, se observó una disminución del endeudamiento del 2,5%, el 16,2% y el 5,2%, respectivamente. El sector industrial fue el único en el que el endeudamiento aumentó durante 2011 –un 15%–, hasta situarse cerca de los 17,2 mil millones de euros.

… que no fue suficiente para reducir la ratio de apalancamiento agregado como consecuencia de la caída del patrimonio de estas entidades.

A pesar de la disminución del endeudamiento agregado, la ratio de apalancamiento (cociente entre las deudas y el patrimonio neto) experimentó un ligero aumento desde 1,4 a finales de 2010 hasta 1,5 a finales de 2011, debido a la reducción del patrimonio de las sociedades cotizadas. Como puede observarse en el cuadro 4, la ratio de apalancamiento únicamente se redujo en el sector de la construcción y de las actividades inmobiliarias, donde disminuyó desde 3,4 hasta 3 a lo largo de 2011.

Evolución del endeudamiento financiero bruto por sectores: empresas cotizadas

CUADRO 4

Millones de euros		2007	2008	2009	2010	2011
Energía	Deudas	69.172	82.608	100.572	98.283	95.853
	Deudas /patrimonio	0,8	0,9	1,1	0,9	0,9
	Deudas/EBITDA[1]	2,5	2,8	3,5	2,8	3,3
	EBIT[2] /carga financiera	4,1	3,7	3,4	4,2	3,3
Industria	Deudas	13.312	15.645	15.953	14.948	17.191
	Deudas/patrimonio	0,6	0,7	0,7	0,6	0,9
	Deudas/EBITDA	1,8	2,7	3,0	2,1	4,7
	EBIT/carga financiera	5,9	3,4	3,1	5,0	1,9
Construcción e inmobiliario	Deudas	138.933	119.788	104.762	99.917	83.715
	Deudas/patrimonio	3,1	3,8	4,1	3,4	3,0
	Deudas/EBITDA	10,8	31,9	22,5	11,2	14,8
	EBIT/carga financiera	1,2	0,0	0,3	1,0	0,5
Comercio y servicios	Deudas	96.941	112.322	108.579	115.413	109.419
	Deudas/patrimonio	1,7	2,1	1,8	1,6	2,0
	Deudas/EBITDA	3,0	3,6	3,7	3,4	3,7
	EBIT/carga financiera	3,2	2,9	3,3	3,9	2,5
Ajustes[3]		-17.391,0	-20.802,0	-1.908	-1.792	-1.404
TOTAL AGREGADO[4]	**Deudas**	**300.967**	**309.561**	**327.958**	**326.769**	**304.774**
	Deudas/patrimonio	1,5	1,6	1,6	1,4	1,5
	Deudas/EBITDA	4,0	4,6	4,8	3,8	4,4
	EBIT/carga financiera	3,0	2,0	2,4	3,1	2,2

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.

4 En el cuadro de endeudamiento no se incluían las entidades financieras, que comprendían las entidades de crédito, compañías de seguros y sociedades de cartera. Dado que los modelos de IPP a partir del ejercicio 2008 para las sociedades de cartera son idénticos a los empleados por el resto de entidades no financieras, se ha decidido incluir dentro de los agregados a las sociedades de cartera. Debido al impacto de Criteria Caixacorp se han recalculado los datos correspondientes al cierre del ejercicio 2007.

La ratio de cobertura de la deuda y los indicadores de la carga financiera soportada por las sociedades cotizadas no financieras se deterioraron en 2011.

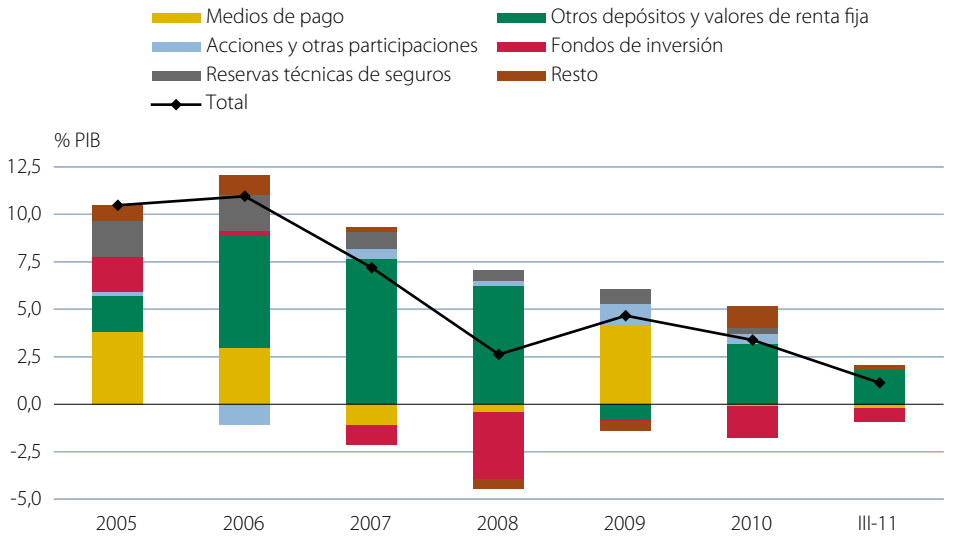
La ratio de cobertura de la deuda, medida a través del número de años necesarios para pagar la deuda si se mantuviera constante el EBITDA (resultado bruto de explotación), se incrementó desde 3,8 en 2010 hasta 4,4 en 2011, como consecuencia de la fuerte moderación de los beneficios de las entidades. En todos los sectores se produjo un aumento de esta ratio en 2011, destacando el caso de las empresas constructoras e inmobiliarias, para las que pasó de 11,2 a 14,8, por el mayor deterioro de sus resultados. Por otro lado, los indicadores de la carga financiera soportada por las sociedades cotizadas no financieras mostraron, a nivel agregado, un cierto empeoramiento a lo largo del año. Así, para el conjunto de estas entidades, la ratio EBIT/carga financiera se redujo desde 3,1 en 2010 hasta 2,2 en 2011, retomando niveles similares a los observados en 2009. En el cuadro 4 se puede observar que este descenso se produjo

de forma generalizada entre los diferentes sectores, si bien destaca, por su magnitud, la disminución de esta ratio en el sector industrial, donde pasó de 5 a 1,9.

Prosigue el descenso del ahorro de los hogares, así como de su riqueza y su nivel de endeudamiento…

Los indicadores de posición patrimonial de los hogares referentes al tercer trimestre de 2011 revelan que la tasa de ahorro del sector continuó descendiendo, hasta el 12,1% de la renta disponible (tras los máximos superiores al 18% alcanzados a principios de 2010). Además prosiguió la caída de la ratio de endeudamiento de los hogares, que se situó en valores algo superiores al 120% de la renta bruta disponible (desde niveles ligeramente inferiores al 130% en 2010), y del nivel de su riqueza, como consecuencia de la pérdida de valor de sus activos inmobiliarios y financieros.

Hogares: adquisiciones de activos financieros GRÁFICO 10



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

…en un marco en el que las decisiones de inversión financiera, mucho menos voluminosas, se dirigen a productos de escaso riesgo, como los depósitos bancarios a plazo.

En relación a las decisiones de inversión financiera, la adquisición neta de activos financieros de los hogares descendió hasta el 1,1% del PIB en el tercer trimestre de 2011[2] (3,4% del PIB en 2010 y 7% del PIB de promedio desde el año 2000), como consecuencia del descenso de su ahorro y del retroceso de sus pasivos. Continuaron las salidas netas de recursos en fondos de inversión, mientras que la escasa inversión que se realizó tuvo como objetivo los depósitos bancarios a plazo (véase gráfico 10). Los pasivos de los hogares descendieron un 2,3% del PIB en el tercer trimestre del año como resultado del proceso de desapalancamiento en el que se encuentran inmersos.

2.3 Perspectivas

Las previsiones más recientes del FMI apuntan a una desaceleración notable del crecimiento mundial en 2012, que será más intensa en la zona del euro.

Las previsiones más recientes del FMI publicadas en enero de 2012 apuntan a una desaceleración notable del crecimiento mundial en 2012, que avanzaría a tasas del 3,3%, desde el 3,8% en 2011. La fuerte revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento mundial (-0,7 p.p.) afectó principalmente a las expectativas de crecimiento de la zona del euro, cuya previsión fue rebajada 1,6 p.p., hasta el -0,5%. También retrocedió la

2 Datos acumulados de cuatro trimestres.

previsión de crecimiento de las economías emergentes en 0,7 p.p., hasta el 5,4%, mientras que la de Estados Unidos permaneció invariable en tasas cercanas al 2%.

Entre los principales riesgos a la baja se encuentran el recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda o los derivados de la necesidad de consolidar las finanzas públicas en un número elevado de economías. Sin embargo, existen factores que invitan a pensar que el escenario final no será tan negativo.

El grado de incertidumbre que rodea este escenario de previsiones es muy elevado. No obstante, algunos factores sugieren que el crecimiento de la actividad mundial podría ser superior al pronosticado en las primeras semanas de 2012. Entre ellos destacaría la favorable evolución reciente del mercado de trabajo en Estados Unidos, el proceso ordenado de reestructuración de la deuda pública griega o el alivio en las condiciones de financiación a medio plazo de las entidades de crédito de la zona del euro tras las subastas extraordinarias del BCE con un plazo de vencimiento a tres años. Por el contrario, los principales riesgos a la baja se derivan de la necesidad de mantener el compromiso para avanzar en el necesario proceso de consolidación de las finanzas públicas a medio plazo, tanto en Europa como en Estados Unidos y en Japón, en un entorno de bajo crecimiento y debilidad de la demanda privada; de la posibilidad de nuevos episodios de retroalimentación entre las perturbaciones en algunos mercados de deuda europea y las condiciones de financiación del sector financiero en la zona; y de la posible intensificación de los riesgos geopolíticos en los países productores de crudo en un futuro próximo. Tampoco es descartable el riesgo de que algunas economías emergentes se desaceleren con mayor intensidad de lo previsto.

Las previsiones de crecimiento para la economía española han sido rebajadas con más intensidad que las de la mayoría de economías europeas.

En cuanto a la economía española, las previsiones más recientes apuntan a un retroceso de la actividad en 2012 que podría oscilar entre el 1% que pronostica la Comisión Europea y el 1,7% que prevé el FMI. Por tanto, el diferencial negativo de crecimiento respecto a la zona del euro podría ser superior a 1,5 p.p., aunque tendería a un punto en 2013. La revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento de la economía española, junto con la italiana, ha sido de las más elevadas en el conjunto de las economías avanzadas, como consecuencia no solo del mayor impacto relativo de la crisis de deuda soberana, sino también de algunos elementos de carácter idiosincrático, como la marcada debilidad del mercado laboral español, el efecto contractivo que producirá el necesario proceso de ajuste de las finanzas públicas en marcha y el elevado grado de endeudamiento medio de las familias y empresas españolas. Las reformas recientemente acordadas en algunos de estos ámbitos, incluidos el financiero, el laboral y el fiscal, deberían ayudar a la economía española a retomar la senda de crecimiento a medio plazo, aunque su impacto conjunto en el horizonte más cercano es incierto.

3 La evolución de los mercados nacionales

3.1 Los mercados bursátiles

Los mercados de renta variable domésticos se han visto notablemente afectados por la crisis de deuda soberana y por el empeoramiento de las perspectivas de la economía española.

Tras el fuerte retroceso de las cotizaciones de los valores españoles en el tercer trimestre de 2011 y su estabilización en el cuarto, en los primeros meses de 2012 los mercados nacionales de renta variable continuaron condicionados por la crisis de deuda soberana europea, pese al ligero descenso en las primas de riesgo, y por el notable empeoramiento de las perspectivas de crecimiento de la economía. El retroceso del principal índice español en el primer trimestre del año contrastó con los avances registrados en la mayoría de las bolsas de las economías avanzadas (véase cuadro 1).

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

CUADRO 5

Índices	2008	2009	2010	2011	III-11[1]	IV-11[1]	I-12 (hasta el 31 de marzo) % s/trim. ant.	% s/dic.	% inter-anual
Ibex 35	-39,4	29,8	-17,4	-13,1	-17,5	0,2	-6,5	-6,5	-25,4
Madrid	-40,6	27,2	-19,2	-14,6	-17,8	-0,6	-5,9	-5,9	-26,3
Ibex Medium Cap	-46,5	13,8	-5,6	-20,7	-20,6	1,0	8,0	8,0	-20,0
Ibex Small Cap	-57,3	17,6	-18,3	-25,1	-23,3	-9,4	-10,3	-10,3	-43,1
FTSE Latibex All-Share	-51,8	97,2	9,0	-23,3	-18,9	8,6	5,7	5,7	-17,3
FTSE Latibex Top	-44,7	79,3	9,7	-17,1	-15,6	11,2	10,1	10,1	-6,4
Sectores[2]									
Petróleo y gas	-30,8	-20,1	0,3	23,2	-12,4	17,4	-20,7	-20,7	-21,2
Químicas	-67,8	3,4	-60,0	-15,7	-22,7	-20,9	-31,1	-31,1	-56,2
Materiales básicos	-45,4	23,1	-5,6	-22,5	-29,6	8,2	2,5	2,5	-27,3
Construcción y mat. de construcción	-51,0	25,5	-14,4	-13,0	-17,3	-2,0	-12,1	-12,1	-33,3
Bienes industriales y servicios	-41,9	29,3	-1,9	-7,6	-15,5	5,9	6,0	6,0	-7,1
Salud	-45,0	17,7	-22,2	-0,8	-12,6	-0,8	21,4	21,4	5,7
Utilities	-31,0	-7,8	-14,3	-13,8	-21,8	-3,7	-6,6	-6,6	-28,1
Bancos	-47,9	46,3	-32,3	-18,3	-21,9	2,1	-9,0	-9,0	-32,3
Seguros	-25,0	19,8	-26,8	13,8	-12,4	4,0	-0,4	-0,4	-12,3
Inmobiliaria	-58,6	-43,8	-53,2	-42,4	-34,0	-11,1	-19,3	-19,3	-62,3
Servicios financieros	-44,3	20,8	12,8	3,5	-11,6	-1,0	0,3	0,3	-16,3
Telecomunic. y medios de comunic.	-31,4	23,5	-13,4	-22,7	-15,9	-6,8	-7,5	-7,5	-32,5
Consumo discrecional	-39,2	37,0	20,6	1,4	-4,4	-2,6	12,0	12,0	8,6
Consumo básico	-22,5	-8,4	15,8	-12,1	-17,1	11,2	4,3	4,3	-9,5

Fuente: Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

2 Clasificación obtenida en Thomson Datastream.

Así, el Ibex retrocedió un 6,5% en el primer trimestre de 2012, tras la caída del -13,1% en 2011…

De este modo, el Ibex 35, que apenas aumentó un 0,2% en el último trimestre de 2011 (-13,1% en el acumulado del año), retrocedió un 6,5% durante el primer trimestre de 2012 (véase cuadro 5). Los índices de menor capitalización mostraron comportamientos dispares en los primeros meses de 2012. Así, el índice de empresas de mediana capitalización se revalorizó un 8% en el primer trimestre de 2012 (-20,7% en el conjunto de 2011), mientras que el índice de empresas de pequeña capitalización retrocedió un 10,3% (-25,1% en 2011). En la plataforma nacional de negociación para valores latinoamericanos, la cotización de los principales índices, que había descendido con intensidad durante los tres primeros trimestres de 2011, mostró un fuerte aumento en el último trimestre del año, que tendió a prolongarse en los primeros meses de 2012. Así, los índices FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top se revalorizaron entre un 6% y un 10% en el primer trimestre de 2012, en contraste con las caídas superiores al 17% registradas en el conjunto de 2011.

… con caídas importantes en los sectores químico, petróleo y gas e inmobiliario.

Los sectores que registraron mayores descensos en el primer trimestre de 2012 fueron el químico (-31,1%, frente al -15,7% en 2011), el de petróleo y gas (-20,7%, frente al intenso avance del 23,2% en 2011) y el inmobiliario (-19,3%, tras la caída del

42,4% en 2011). Otros sectores sufrieron caídas más moderadas, como fue el caso del sector de la construcción y materiales asociados (-12,1%, frente al -13% en 2011), bancos (-9,0%, frente al -18,3% en 2011) y telecomunicaciones y medios de comunicación (-7,5%, tras el -22,7% en 2011). Por el contrario, algunos sectores registraron avances significativos en el primer trimestre de 2012, como los sectores de la salud (21,4%, frente al leve descenso del 0,8% en 2011) y consumo discrecional (12%, tras revalorizarse un 1,4% en 2011). Los sectores de bienes industriales y servicios, consumo básico y materiales básicos registraron avances más modestos durante ese periodo, que se situaron entre el 2,5% y el 6%.

Recuadro 3: «Recomendaciones de la CNMV sobre el contenido de la información financiera trimestral»

El régimen de remisión y difusión de información financiera establece que los emisores de acciones admitidas a negociación en un mercado secundario oficial, o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea, deben hacer pública, con carácter trimestral, una declaración intermedia de gestión con información cuantitativa y/o cualitativa. Esta declaración intermedia de gestión no se exige a los emisores que publiquen un informe financiero trimestral, de conformidad con la Norma Internacional de Contabilidad 34 de Información Financiera Intermedia.

Desde la entrada en vigor, en el ejercicio 2008, de este régimen de remisión y difusión de información trimestral, se ha puesto de manifiesto que las entidades cumplen con los requisitos legales, pero que la información que difunden al mercado es muy heterogénea, lo que dificulta la comparación entre distintos emisores y, en algunos casos, con el propio emisor para periodos diferentes. Por este motivo, la CNMV publicó a finales de enero de 2012 un conjunto de recomendaciones generales que pueden ser aplicadas, con carácter voluntario, tanto para las declaraciones intermedias de gestión actualmente vigentes como para cualquier información financiera que la entidad cotizada decida publicar como hecho relevante[1]. Estas recomendaciones se resumen a continuación:

- Las magnitudes financieras y los comentarios sobre la evolución de los negocios deben referirse a los datos consolidados, salvo que las entidades solo formulen estados financieros individuales.

- Las entidades deben procurar ser coherentes al elaborar la información financiera que difundan al mercado, de tal forma que no se reduzca o limite la información cuantitativa publicada con anterioridad, en función de la evolución de los negocios.

- Se recomienda que la declaración intermedia de gestión que se difunda al mercado incluya, al menos, las siguientes magnitudes:

  a) Importe neto de la cifra de negocios (según el modelo general), margen por intereses (según el modelo para las entidades de crédito) y primas imputadas al ejercicio, netas de reaseguro (para el modelo de las entidades aseguradoras).

b) Resultado bruto (EBITDA) o neto (EBIT) de explotación (según el modelo general) y márgenes similares para entidades de crédito y seguros.

c) Resultado antes de impuestos y resultado del ejercicio distinguiendo, en el caso de los estados consolidados, entre el atribuido a la entidad dominante y a los socios externos.

d) Otros componentes del resultado global y resultado global total.

e) Principales partidas del estado resumido de situación financiera.

f) Tasas de morosidad y solvencia (para las entidades de crédito), otros indicadores relevantes de la actividad y las operaciones significativas, incluyendo los principales pasivos contingentes.

– Conviene definir las medidas proforma que se incluyan en la información trimestral, indicando el método de cálculo empleado y una explicación o conciliación con las cifras contables.

– Finalmente, los datos cuantitativos de un periodo deberían venir acompañados de información comparativa del periodo anterior.

1 Estas recomendaciones están disponibles en http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={f0d534b6-a12a-456b-9b6c-629f4859d3b9}

La ratio PER ha mostrado una tendencia creciente tras la revisión a la baja de los beneficios de las entidades.

La ratio entre el precio y los beneficios por acción[3] (PER) del Ibex 35, que venía descendiendo desde el primer trimestre de 2011, repuntó en la parte final de aquel año y durante los primeros meses de 2012, pese a la caída acumulada en el precio. El motivo de este repunte se debió, por tanto, a la acusada caída del componente de beneficios, en línea con el empeoramiento de las previsiones de crecimiento tanto de la actividad doméstica como de la internacional. A su vez, el PER de la bolsa española, que se situaba en una posición intermedia entre los PER de las principales bolsas internacionales a finales de 2011, caía en el rango inferior de las mismas en marzo de 2012. Así, el PER del Ibex 35 se situó en 9,7 a finales de marzo, ligeramente por encima del nivel de diciembre de 2011 (9,2) y notablemente superior al 8,3 de septiembre de 2011 (cuando se alcanzó el mínimo del año).

El earning yield gap *se ha estabilizado en los últimos meses.*

El *earning yield gap*, que aproxima la prima de riesgo de los activos de renta variable sobre la deuda pública a largo plazo, ralentizó en el primer trimestre de 2012 el descenso mostrado durante el último trimestre de 2011. La disminución de este indicador se debió principalmente al aumento del PER en ambos trimestres y, en menor medida, al incremento de la rentabilidad de la deuda pública española en el cuarto trimestre de 2011. El descenso de esta última en el primer trimestre de 2012 contribuyó a la estabilización de dicho indicador en ese periodo.

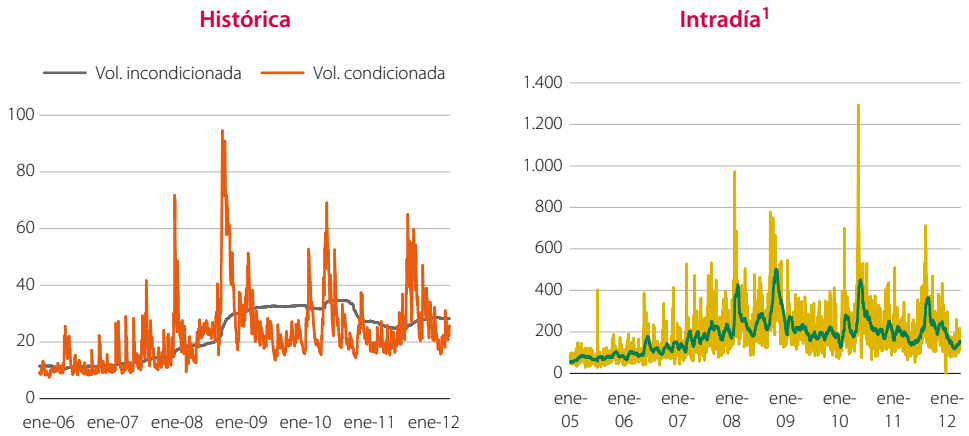
La renovación de las tensiones en los mercados de deuda incrementó sustancialmente la volatilidad…

La renovación de las tensiones asociadas a la crisis de la deuda soberana en el verano de 2011 tuvieron su reflejo en la volatilidad del mercado, que se incrementó hasta

3 Según los beneficios previstos a un año.

máximos cercanos al 65% en agosto de 2011, y no descendió de forma significativa hasta las últimas semanas del año, cuando alcanzó niveles próximos al 20%. A finales de marzo de 2012, la volatilidad del Ibex 35 se situaba en valores en torno al 25%. Por su parte, la volatilidad intradía, calculada como la diferencia entre las cotizaciones máxima y mínima del Ibex 35 en cada sesión, retrocedía hasta valores cercanos a los 150 puntos en marzo, desde máximos de 700 puntos en agosto de 2011 y por debajo del promedio histórico desde 2005 (199 puntos).

Volatilidad del Ibex 35 GRÁFICO 11



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 31 de marzo.

1 Se ofrece la diferencia entre las cotizaciones máxima y mínima del Ibex 35 en cada sesión y el promedio del último mes.

… y deterioró las condiciones de liquidez del mercado, aunque ambas han tendido a mejorar en las últimas semanas.

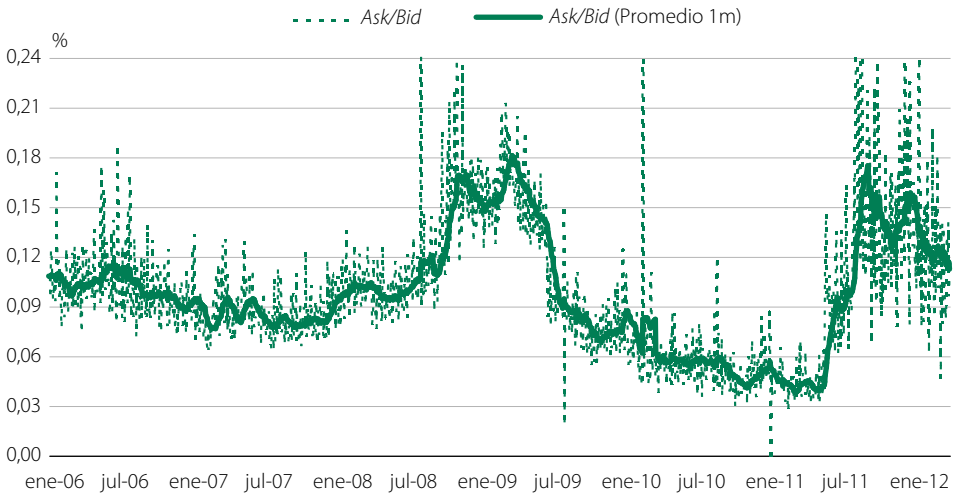
Las condiciones de liquidez del Ibex 35, medidas por el *spread bid-ask*, mejoraron en el primer trimestre de 2012, después del fuerte deterioro experimentado desde el verano de 2011 a raíz del recrudecimiento de la crisis de deuda soberana europea y de la prohibición sobre las ventas en corto de determinados valores del mercado español, establecida en agosto. La media móvil mensual de este indicador se situaba a finales de marzo en el 0,11%, frente al 0,16% de finales de 2011, y por encima del promedio histórico desde 2006 del 0,10% (véase gráfico 12).

La contratación en el mercado de renta variable ha caído un 30% en el primer trimestre de 2012…

La contratación del mercado bursátil español alcanzó los 173 mil millones de euros en el primer trimestre de 2012, un 30% menos que en el mismo periodo del año anterior (véase cuadro 6). La contratación media diaria en el primer trimestre del año se situó en 2.663 millones de euros, por debajo del volumen medio del último trimestre de 2011 (3.223 millones) y del conjunto de aquel año (3.616 millones). Al menos una parte del descenso de la contratación en los mercados de renta variable nacional en el último cuatrimestre de 2011 y las primeras semanas de 2012 podría deberse a la prohibición de las ventas en corto sobre los valores financieros del mercado español. Tras el levantamiento de dicha prohibición, a mediados de febrero, se observó una cierta recuperación en los volúmenes contratados, que revirtió en los últimos días de marzo (véase gráfico 13).

Liquidez del Ibex 35. *Spread bid-ask*

GRÁFICO 12



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 31 de marzo.

Contratación diaria del mercado bursátil español[1]

GRÁFICO 13

Fuente: CNMV.

1 Promedios de cinco días.

… mientras que las emisiones de renta variable mostraron un cierto dinamismo a raíz de los procesos de reforzamiento del capital de algunas entidades financieras.

Las emisiones de renta variable mostraron un cierto dinamismo en el primer trimestre de 2012, como ya ocurriera en 2011, debido a los procesos de reforzamiento de capital puestos en marcha por las entidades financieras españolas. Las emisiones en dicho trimestre se concentraron en tres ampliaciones de capital realizadas por entidades financieras. El volumen de recursos captado ascendió a 3.778 millones, un 17% más que el obtenido en el mismo periodo del año anterior (véase cuadro 7).

Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 6

Importes en millones de euros

	2008	2009	2010	2011	III-11	IV-11	I-12[1]
Total bolsas	**1.243.387**	**886.135**	**1.037.284**	**925.667**	**234.262**	**206.281**	**173.115**
Mercado continuo	1.235.330	880.544	1.032.447	920.879	233.070	204.922	171.819
Corros	207	73	165	48	11	7	17
de los que SICAV[2]	25	20	8	6	1	0	0
MAB[3]	7.060	5.080	4.148	4.380	1.088	1.278	1.207
Segundo mercado	32	3	3	2	0	1	0
Latibex	758	435	521	358	93	73	72
Pro memoria: contratación de no residentes (% s/total bolsas)							
	66,0	64,6	75,3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados desde el 1 de enero hasta el 31 de marzo.

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 venta[1]

CUADRO 7

	2008	2009	2010	2011	III-11	IV-11	I-12[2]
IMPORTES EFECTIVOS[3] (millones de euros)	**16.349**	**11.391**	**16.013**	**17.317**	**6.336**	**2.946**	**3.778,4**
Ampliaciones de capital	16.340	11.389	15.407	17.221	6.336	2.850	3.778,4
De ellas, mediante OPS	292	17	959	6.441	8	2.737	1.284,7
Tramo nacional	292	15	62	6.032	8	2.685	1.284,7
Tramo internacional	0	2	897	410	0	52	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	10	2	606	96	0	96	0,0
Tramo nacional	10	2	79	95	0	95	0,0
Tramo internacional	0	0	527	1	0	1	0,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES[4]	**54**	**53**	**69**	**92**	**26**	**26**	**22**
Ampliaciones de capital	53	53	67	91	26	26	22
De ellas, mediante OPS	2	2	12	8	3	2	3
De ellas, liberadas	1	11	15	22	8	7	2
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 31 de marzo de 2012. La información de este trimestre incluye el importe efectivo máximo de una OPS de Bankia (1.274 millones de euros), para canjear participaciones preferentes y deuda subordinada. El número de valores y el importe definitivo final dependerán del grado de aceptación de la oferta.

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.

Recuadro 4: «Estándares sobre negociación electrónica»

Desde la aprobación de la Directiva sobre abuso de mercado (MAD) en 2003 y de la Directiva sobre Mercados e Instrumentos Financieros (MiFID) en 2004 se han producido importantes avances tecnológicos que, unidos al establecimiento de nuevas estructuras de mercado, aconsejaban la elaboración de nuevas directrices para establecer prácticas de supervisión efectivas, eficientes y consistentes en el ámbito de los entornos automatizados de negociación entre todos los miembros de ESMA. Sendos estudios efectuados por el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) para la revisión de la Directiva MiFID[1] y sobre la microestructura de mercado[2] sugirieron la necesidad de un análisis más detallado sobre la negociación algorítmica, que incluyese la denominada negociación de alta frecuencia (*high frequency trading*) y los efectos de la misma sobre la actividad en los mercados.

En este marco, el 20 de julio de 2011, ESMA sometió a consulta pública un borrador de directrices sobre requisitos organizativos para plataformas de negociación y ESI en entornos automatizados de negociación. Posteriormente, el 20 de diciembre de 2011, la Junta de Supervisores de ESMA aprobó las citadas directrices (*Guidelines on systems and controls in an automated environment for trading platforms, investment firms and competent authorities*[3]) que serán efectivas a partir del 1 de mayo de 2012.

Las directrices aprobadas están destinadas a mercados regulados y a sistemas multilaterales de negociación (SMN) que gestionen un sistema de negociación electrónica y a empresas de servicios de inversión que negocien por cuenta propia o por cuenta de sus clientes a través de un sistema de negociación electrónica y utilicen algoritmos de negociación. También afectan a las empresas de servicios de inversión que presten servicios de acceso al mercado, de forma directa (*direct market access,* DMA) o patrocinada (*sponsored access,* SA), como parte del servicio de ejecución de órdenes por cuenta de sus clientes. Conviene destacar que estas directrices no contravienen lo establecido en la actual regulación y su objetivo es establecer una serie de requisitos detallados en el periodo comprendido desde la aprobación de dichas directrices hasta la entrada en vigor de la modificación de la MiFID/MIFIR y de la MAD/MAR.

Las directrices de ESMA tienen como objetivo básico garantizar un adecuado nivel de protección de los inversores, la integridad del mercado y su ordenado funcionamiento en el contexto de la negociación automatizada. Con tal fin, la autoridad europea señala una serie de medidas que los mercados regulados y los SMN, por una parte, y las empresas de servicios de inversión, por otra, deberían implantar.

Respecto a mercados regulados y SMN, entre otras medidas, se indica que deberían establecerse: i) controles pre-negociación adecuados, tales como la posibilidad de limitar el número de órdenes que cada miembro del mercado, participante o usuario con acceso permitido puede remitir a la plataforma de negociación; ii) comprobaciones de conformidad sobre la compatibilidad de los sistemas informáticos de los miembros, participantes o usuarios con los sistemas de negociación electrónica de la plataforma; iii) mecanismos automáticos y discrecionales que permitan restringir o detener la negociación en un momento dado para pre-

venir situaciones de desorden en el funcionamiento del mercado; iv) una *due diligence* adecuada sobre los miembros, participantes o usuarios que soliciten acceder al mercado, así como capacidad para seguir comprobando sus sistemas de control; v) requisitos organizativos para los miembros que sean entidades reguladas; y vi) procedimientos para prevenir, identificar e informar a las autoridades sobre posibles prácticas de abuso de mercado, incluidas las referidas órdenes y algoritmos mal diseñados, proporcionados a la naturaleza y la escala de las operaciones canalizadas a través de la plataforma.

En cuanto a las ESI, ESMA señala que, entre otras medidas, deberían contar con criterios de gobernanza adecuados en relación con el desarrollo o adquisición de algoritmos de negociación, su utilización prudente y la competencia del personal encargado de ponerlos en funcionamiento o controlar su comportamiento y disponer de controles de prenegociación para identificar posibles errores en el flujo de órdenes y en el cumplimiento de los umbrales de riesgo preestablecidos. Además, ESMA resalta la responsabilidad de las ESI respecto al flujo de órdenes al mercado procedentes de clientes con acceso directo o patrocinado al mismo e indica la conveniencia de efectuar controles previos de los clientes que soliciten estos servicios, así como disponer de mecanismos que permitan interrumpir inmediatamente la negociación procedente de estos clientes si es necesario.

1 Ref: CESR/ 10-802.
2 Ref: CESR/ 10-142.
3 Documento disponible en http://www.esma.europa.eu/system/files/2011-456_0.pdf

3.2 Los mercados de renta fija

Los mercados de renta fija domésticos se vieron afectados negativamente con intensidad en la segunda mitad de 2011, aunque sus condiciones han mejorado algo en los primeros meses de 2012…

Los mercados de renta fija domésticos se vieron sometidos a un elevado grado de tensión a lo largo de la segunda mitad de 2011, en línea con la intensificación de la crisis de deuda europea desde los meses centrales del año. El resultado fue el incremento de los tipos de interés de la deuda pública y privada y de las primas de riesgo, que alcanzaron niveles máximos en noviembre, junto con un descenso notable del importe de las emisiones de deuda en el sector privado. En las primeras semanas de 2012, la incertidumbre presente en los mercados tendió a atenuarse levemente como consecuencia de la posibilidad de un nuevo acuerdo de rescate a Grecia, del compromiso a escala europea de avanzar en el proceso de consolidación fiscal y de las dos subastas extraordinarias efectuadas por el BCE a tres años (en diciembre de 2011 y en febrero de 2012). Esto último sirvió para impulsar las compras de deuda pública por parte de las entidades financieras, contribuyendo así a la tendencia descendente de los tipos de interés en los inicios de 2012. A finales del primer trimestre de 2012, las tensiones en los mercados de renta fija domésticos volvían a aumentar.

… lo que ha permitido descensos en los tipos de interés de la deuda a corto plazo…

En este contexto, los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública disminuyeron con mayor intensidad que los de la deuda privada en el primer trimestre de 2012. En particular, los promedios mensuales de los tipos de interés de las Letras del Tesoro a tres, seis y doce meses descendieron entre 182 y 283 p.b. en este periodo de tiempo, hasta situarse en el 0,38%, el 0,64% y el 1,33%, respectivamente. El descenso de los tipos de interés de los pagarés de empresa fue de 26 p.b. en promedio (véase cuadro 8).

Tipos de interés a corto plazo[1] (%)

CUADRO 8

	dic-09	dic-10	dic-11	sep-11	dic-11	mar-12[3]
Letras del Tesoro						
3 meses	0,44	1,63	2,20	1,48	2,20	0,38
6 meses	0,61	2,76	3,47	2,41	3,47	0,64
12 meses	0,88	3,26	3,27	3,21	3,27	1,33
Pagarés de empresa[2]						
3 meses	0,76	1,37	2,74	1,76	2,74	2,49
6 meses	1,25	2,52	3,52	3,21	3,52	3,21
12 meses	1,63	3,04	3,77	3,52	3,77	3,55

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

3 Datos a 31 de marzo.

… y a largo plazo, tanto en la deuda pública como en la renta fija privada.

En cuanto a las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo, su descenso osciló entre los 33 y los 125 p.b. en el primer trimestre de 2012, hasta el 2,76% en el plazo a tres años, el 3,83% en el de cinco años y el 5,17% en el de diez años (véase cuadro 9). Esta caída fue más intensa en el vencimiento a tres años, en parte porque las recientes subastas extraordinarias de liquidez del BCE, con vencimiento a tres años, habrían favorecido especialmente las adquisiciones de títulos de deuda pública con plazos de vencimiento similares. Las rentabilidades de la deuda privada a largo plazo experimentaron caídas algo más acusadas que las de la deuda pública durante el primer trimestre de 2012.

Rentabilidad de la renta fija privada a medio y largo plazo[1] (%)

CUADRO 9

	dic-09	dic-10	dic-11	sep-11	dic-11	mar-12[2]
Renta fija pública						
3 años	1,95	3,87	4,01	3,76	4,01	2,76
5 años	2,67	4,65	4,65	4,40	4,65	3,83
10 años	3,75	5,38	5,50	5,20	5,50	5,17
Renta fija privada						
3 años	3,14	4,31	5,63	4,98	5,63	3,77
5 años	4,30	5,44	6,35	5,63	6,35	4,86
10 años	4,88	6,42	9,24	7,25	9,24	8,14

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos a 31 de marzo.

La prima de riesgo soberano se ha moderado desde los máximos alcanzados en noviembre de 2011…

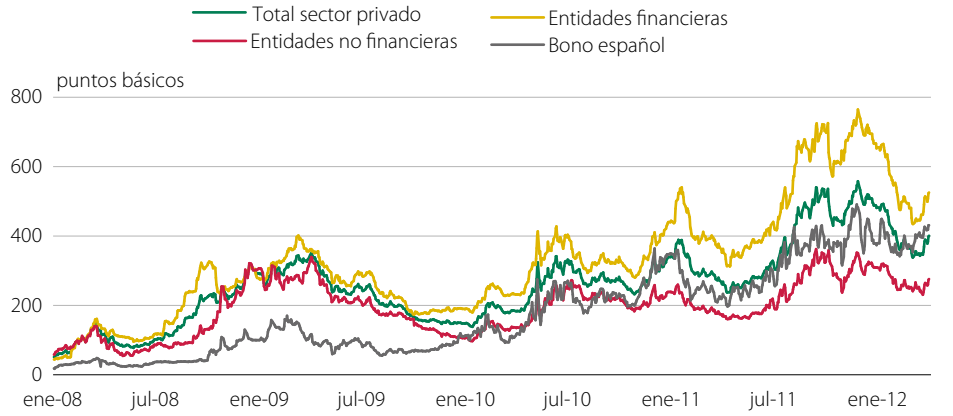
La prima de riesgo soberano, evaluada tanto a través del diferencial con respecto al bono alemán como a través de la prima del CDS, ha mostrado una tendencia descendente desde los máximos alcanzados en noviembre de 2011, que ha revertido a finales del primer trimestre de 2012. Así, a finales de marzo de 2012, el diferencial del bono español se situaba en torno a los 360 p.b. y su CDS ligeramente por encima de los 430 p.b., unos niveles inferiores a los 480 p.b. registrados por ambos indicadores

en noviembre de 2011. La moderación de la prima de riesgo soberano española desde finales de 2011 ha sido menos intensa que en otras economías de la zona del euro como Bélgica o Italia (véase gráfico 3).

… al igual que la prima de riesgo de crédito del sector privado, particularmente de las entidades financieras…

Las primas de riesgo de crédito del sector privado han descendido notablemente desde comienzos de 2012, especialmente en el caso de las entidades financieras, desde los máximos registrados en el tramo final de 2011. Esta evolución, como en el caso de las primas de riesgo soberano, ha estado condicionada por la provisión extraordinaria de liquidez del BCE. Como se observa en el gráfico 14, el promedio de las primas de riesgo de las entidades financieras, aproximadas por los CDS, descendió desde los máximos de 765 p.b. en noviembre de 2011 hasta los 525 p.b. a finales de marzo de 2012, mientras que el correspondiente a las entidades no financieras mostraba un comportamiento más estable, situándose ligeramente por encima de los 275 p.b. a finales de marzo de este año.

Prima de riesgo agregada[1] con información de CDS a cinco años de emisores españoles GRÁFICO 14



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Media simple. Datos hasta el 31 de marzo.

… lo que ha permitido una cierta reactivación de las emisiones de deuda en los primeros meses de 2012…

En este contexto de cierta relajación de las primas de riesgo, las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV durante el primer trimestre de 2012 ascendieron a 119 mil millones de euros, un 55% más que en el mismo periodo del año anterior (véase cuadro 10). Las entidades financieras concentraron prácticamente la totalidad de las emisiones (99,3% del total).

… que hasta el 31 de marzo eran un 55% mayores que en el mismo periodo de 2011.

Con la cautela que exige el breve periodo transcurrido desde principios de año, cabe señalar ciertas diferencias respecto a la composición de las emisiones efectuadas en 2011. En particular, en el primer trimestre de este año se ha observado un dinamismo notable de las emisiones de bonos simples y, en menor medida, de los pagarés y de las cédulas, en detrimento de los bonos de titulización.

En el periodo más reciente ha destacado el dinamismo de las emisiones de pagarés,…

De este modo, las emisiones de pagarés se situaron en 48.708 millones de euros en el primer trimestre de 2012, un 95% más que el importe registrado en el mismo periodo del año anterior, y concentraron el 41% de las emisiones totales. Las emisiones de pagarés vienen mostrando un crecimiento sólido desde el último trimestre de 2011 debido al mayor interés de las entidades financieras en la captación de recursos en su red minorista mediante estos instrumentos como complemento a los depósitos.

… de bonos simples, un 87% de ellos con aval del Estado,…

No obstante, las emisiones de bonos simples fueron las más dinámicas en el primer trimestre de 2012 y ascendieron a 31.305 millones de euros, un importe superior a la emisión total de estos instrumentos en el conjunto de 2011 (20.192 millones de euros). La intensa actividad emisora de estos instrumentos vino explicada en buena medida por las emisiones de bonos avalados por el Estado, que alcanzaron los 27.200 millones de euros, un 87% del total de bonos simples, frente a los 7.363 millones emitidos en 2011 (36% del total de bonos simples).

… y de cédulas hipotecarias,…

Asimismo, las cédulas hipotecarias registraron un fuerte crecimiento en el primer trimestre de 2012, del 35% interanual, hasta los 26.000 millones de euros, lo que representa el 22% de las emisiones totales en este periodo. Las emisiones de cédulas territoriales –instrumentos respaldados por préstamos concedidos a las Administraciones Públicas– se situaron en 3.200 millones de euros en el primer trimestre de 2012 (2.935 millones en el primer trimestre de 2011). Por el contrario, los bonos de titulización registraban un descenso del 65% interanual y llegaban hasta los 9.195 millones de euros en el primer trimestre de 2012, un 8% de las emisiones totales (24% en 2011).

… pero no se registró ninguna emisión de participaciones preferentes.

En el primer trimestre de 2012, la emisión de bonos convertibles ascendió a 1.128 millones de euros (cerca del doble de lo emitido en 2011), sin que se registrase ninguna emisión de participaciones preferentes. De hecho, en los últimos trimestres, las entidades han mostrado una mayor preferencia por la captación de capital de la máxima calidad con el fin de cumplir los requerimientos de las autoridades nacionales y, en el contexto europeo, de la Autoridad Bancaria Europea.

Las emisiones de renta fija en el exterior también mostraron un mayor dinamismo en los primeros meses de 2012.

Las emisiones de renta fija en el exterior, que descendieron un 6,3% en 2011 como consecuencia de la disminución de las emisiones de pagarés, mostraron un mayor dinamismo en el primer trimestre de 2012, al superar los 17 mil millones de euros (13 mil millones en el mismo periodo de 2011).

Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 10

registradas[1] en la CNMV	2008	2009	2010	2011	2011 III	2011 IV	2012 I[2]
NÚMERO DE EMISIONES	**337**	**512**	**349**	**356**	**58**	**128**	**117**
Cédulas hipotecarias	47	75	88	115	10	44	27
Cédulas territoriales	8	1	9	42	18	16	8
Bonos y obligaciones no convertibles	76	244	154	87	14	27	48
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	6	3	9	0	2	1
Bonos de titulización	108	76	36	48	9	20	15
Programas de pagarés	88	73	59	53	7	19	18
De titulización	2	2	2	2	0	1	0
Resto de pagarés	86	71	57	51	7	18	18
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**	**38.435**	**113.496**	**119.537**
Cédulas hipotecarias	14.300	35.574	34.378	67.227	5.250	23.743	26.000
Cédulas territoriales	1.820	500	5.900	22.334	7.437	10.162	3.200
Bonos y obligaciones no convertibles	10.490	62.249	24.356	20.192	981	13.312	31.305
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1.429	3.200	968	7.126	0	4.944	1.128
Bonos de titulización	135.253	81.651	63.261	68.413	10.449	20.210	9.195
Tramo nacional	132.730	77.289	62.743	62.796	10.116	18.844	7.810
Tramo internacional	2.522	4.362	518	5.617	334	1.366	1.385
Pagarés de empresa[3]	311.738	191.342	97.586	103.501	14.317	41.125	48.708
De titulización	2.843	4.758	5.057	2.366	259	648	616
Resto de pagarés	308.895	186.583	92.529	101.135	14.058	40.477	48.092
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	4.664	16.208	2.772
Emisiones aseguradas	9.170	4.794	299	10	0	0	0

en el exterior por emisores españoles	2008	2009	2010	2011	2011 III	2011 IV	2012 I[4]
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	**112.366**	**149.686**	**127.731**	**119.631**	**13.838**	**23.627**	**17.354**
A largo plazo	39.894	47.230	51.107	51.265	3.597	12.135	0
Participaciones preferentes	0	3.765	0	0	0	0	0
Obligaciones subordinadas	70	2.061	0	242	0	242	17.354
Bonos y obligaciones	39.360	41.404	50.807	51.023	3.597	11.892	0
Bonos de titulización	464	0	300	0	0	0	11.144
A corto plazo	72.472	102.456	76.624	68.366	10.241	11.492	11.144
Pagarés de empresa	72.472	102.456	76.624	68.366	10.241	11.492	0
De titulización de activos	425	108	248	322	36	114	28.498

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 31 de marzo.

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

4 Datos correspondientes al mes de febrero.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero[4]

El patrimonio de los fondos de inversión cayó un 8% en 2011 como consecuencia del elevado volumen de reembolsos…

El patrimonio de los fondos de inversión descendió un 5,7% durante la segunda mitad de 2011 (un 8% acumulado a lo largo de todo el año), situándose en algo más de 132 mil millones de euros a finales de diciembre (véase cuadro 12). Esta reducción vino dada tanto por el elevado volumen de los reembolsos netos como por la pérdida de valor de los instrumentos de las carteras de los fondos, más intensa en los instrumentos de renta variable. En cuanto a las suscripciones y los reembolsos, durante el último semestre de 2011 los fondos de inversión sufrieron una salida de recursos cercana a los seis mil millones de euros (más de 10.800 durante todo el año; véase cuadro 11). Estas salidas netas se produjeron en la mayoría de vocaciones, destacando, por su volumen, las de los fondos de renta fija (2.760 millones de euros en el segundo semestre del año y algo más de 10.400 millones en el conjunto del mismo) y, en menor medida, los fondos garantizados de renta variable, los fondos de retorno absoluto y los de renta fija mixta con unos reembolsos netos en el conjunto del año de 3.061, 2.338 y 1.925 millones de euros, respectivamente. Únicamente los fondos garantizados de renta fija recibieron un volumen importante de suscripciones netas, que fue superior a los 7.200 millones de euros en el conjunto de 2011, y de las cuales un 80% se concentró en el primer semestre del año.

Suscripciones y reembolsos de los FI (millones de euros)[1] CUADRO 11

	Suscripciones				Reembolsos			
Categoría	**I-11**	**II-11**	**III-11**	**IV-11**	**I-11**	**II-11**	**III-11**	**IV-11**
Rta. fija[2]	7.888,3	6.478	5.963	6.875	13.297,5	8.737	7.193	8.406
Rta. fija mixta[3]	358	518	232	225	1.138	893	553	674
Rta. vble. mixta[4]	270	335	45	166	267	435	193	241
Rta. vble. euro[5]	575	524	472	514	595	454	419	466
Rta. vble. internal.[6]	2.490,5	721	321	304	2.522,1	801	842	489
Gar. rta. fija	7.424	2.595	2.203	1.744	2.008	2.224	1.156	1.350
Gar. rta. vble.[7]	829	622	751	369	1.625	1.717	1.356	934
Fondos globales	1.534	839	572	317	507	601	631	577
De gestión pasiva[8]	221	149	197	358	237	108	301	553
Retorno absoluto[8]	1.166	382	237	362	1.332	1.290	1.034	829
Fondos de IL	30	38	31	–	24	28	17	–
Fondos de IIC de IL	2	4	2	–	30	28	11	–
Total	**22.756**	**13.164**	**10.993**	**11.336**	**23.529**	**17.259**	**13.677**	**14.620**

1 Fuente: CNMV. Datos estimados.
2 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios.
3 Incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.
4 Incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.
5 Incluye Renta variable euro.
6 Incluye Renta variable internacional.
7 Incluye: GRV y Garantía parcial.
8 Nuevas categorías desde II-09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.

4 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.

Principales magnitudes de los fondos de inversión*

CUADRO 12

				2011			
Número	**2009**	**2010**	**2011**	**I**	**II**	**III**	**IV**
Total fondos de inversión	**2.536**	**2.408**	**2.310**	**2.417**	**2.389**	**2.341**	**2.310**
Rta. fija[1]	582	537	508	542	530	520	508
Rta. fija mixta[2]	169	160	140	158	152	146	140
Rta. vble. mixta[3]	165	138	128	136	132	130	128
Rta. vble. euro[4]	182	172	148	171	157	153	148
Rta. vble. internacional[5]	242	232	220	223	222	222	220
Gar. rta. fija	233	276	351	303	324	335	351
Gar. rta. vble.[6]	561	499	420	485	470	436	420
Fondos globales	187	192	203	197	203	204	203
De gestión pasiva[7]	69	61	59	61	57	59	59
Retorno absoluto[7]	146	141	133	141	142	136	133
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	**170.547,7**	**143.918,2**	**132.368,6**	**144.428,0**	**140.351,3**	**134.033,7**	**132.368,6**
Rta. fija[1]	84.657,2	56.614,6	46.945,5	51.552,7	49.449,9	48.228,6	46.945,5
Rta. fija mixta[2]	8.695,5	7.319,0	5253,6	6.570,0	6.251,9	5.715,8	5.253,6
Rta. vble. mixta[3]	3.879,6	3.470,5	2.906,1	3.484,5	3.345,6	2.897,5	2.906,1
Rta. vble. euro[4]	6.321,6	5.356,8	4.829,2	5.656,3	5.687,2	4.610,8	4.829,2
Rta. vble. internacional[5]	5.902,4	8.037,3	6.281,2	7.909,0	7.751,6	6.028,4	6.281,2
Gar. rta. fija	21.033,4	26.180,2	35.058,0	32.084,4	32.742,1	34.241,7	35.058,0
Gar. rta. vble.[6]	25.665,8	22.046,5	18.014,5	21.181,6	19.827,6	18.699,9	18.014,5
Fondos globales	3.872,5	4.440,3	5.104,7	5.481,7	5.718,1	5.154,3	5.104,7
De gestión pasiva[7]	3.216,6	2.104,8	1.986,2	2.193,0	2.172,2	2.060,0	1.986,2
Retorno absoluto[7]	7.303,0	8.348,1	5.989,7	8.314,8	7.405,1	6.396,8	5.989,7
Partícipes							
Total fondos de inversión	**5.475.403**	**5.160.888**	**4.834.062**	**5.160.482**	**5.044.106**	**4.942.074**	**4.834.062**
Rta. fija[1]	2.041.487	1.622.664	1.383.813	1.524.438	1.466.938	1.419.006	1.383.813
Rta. fija mixta[2]	290.151	270.341	206.938	251.992	238.275	227.046	206.938
Rta. vble. mixta[3]	182.542	171.336	145.150	162.861	156.631	151.551	145.150
Rta. vble. euro[4]	299.353	266.395	237.815	253.365	248.355	247.166	237.815
Rta. vble. internacional[5]	458.097	501.138	448.539	493.906	493.057	465.814	448.539
Gar. rta. fija	570.963	790.081	1.042.658	967.561	990.997	1.019.905	1.042.658
Gar. rta. vble.[6]	1.188.304	1.065.426	912.298	1.027.392	981.572	946.448	912.298
Fondos globales	88.337	105.719	127.336	114.244	124.088	130.519	127.336
De gestión pasiva[7]	85.403	90.343	100.416	85.254	82.371	95.948	100.416
Retorno absoluto[7]	270.766	277.445	229.099	279.469	261.822	238.671	229.099
Rentabilidad[8] (%)							
Total fondos inversión	**5,73**	**0,35**	**-0,08**	**0,95**	**0,03**	**-2,37**	**1,35**
Rta. fija[1]	1,91	0,11	1,56	0,63	0,33	0,01	0,58
Rta. fija mixta[2]	6,85	-0,54	-1,34	0,90	0,09	-3,47	1,20
Rta. vble. mixta[3]	16,47	-0,98	-5,64	2,23	-0,31	-10,13	3,02
Rta. vble. euro[4]	32,41	-2,94	-11,71	6,11	-0,45	-19,67	4,05
Rta. vble. internacional[5]	37,28	14,22	-10,83	-0,49	-1,15	-15,70	7,53
Gar. rta. fija	3,81	-0,67	3,28	0,89	0,36	1,28	0,71
Gar. rta. vble.[6]	3,56	-1,79	0,14	0,71	-0,48	-0,76	0,68
Fondos globales	10,90	3,22	-4,64	0,98	-0,14	-8,10	2,90
De gestión pasiva[7]	–	-2,36	-7,33	3,74	-0,30	-13,94	4,11
Retorno absoluto[7]	–	1,53	-1,87	0,28	-0,35	-2,71	0,93

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 2008, 2009 y 2010. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

… y, en menor medida, del retroceso de la rentabilidad de sus carteras.

Como puede apreciarse en el cuadro 12, la rentabilidad de las carteras de los fondos de inversión en su conjunto se redujo durante el último semestre de 2011 un 1,1%, debido a las pérdidas del tercer trimestre (-2,37%), que no pudieron compensar las ganancias del cuarto (1,35%). Durante el periodo julio-septiembre de 2011, la mayor parte de las vocaciones mostraron rentabilidades negativas, destacando por su magnitud las de los fondos cuyas carteras incluían valores de renta variable, en línea con el retroceso de las cotizaciones bursátiles en ese periodo. En el conjunto del ejercicio, la rentabilidad agregada de los fondos de inversión fue del -0,08%, ligeramente peor que la de 2010 (0,35%). En las categorías de renta variable pura, el descenso de la rentabilidad acumulada en el año fue superior al 10%.

El número de fondos y de partícipes también se redujo en 2011.

El número de fondos, por su parte, fue reduciéndose paulatinamente durante los últimos tres trimestres de 2011, después del ligero aumento del primer trimestre del año. De esta forma, a finales de 2011 había 2.310 fondos registrados, 98 menos que a finales de 2010. La causa principal de esta reducción, como ya venía sucediendo en los años anteriores, tiene su origen en las fusiones entre fondos de inversión. El número de partícipes también descendió durante 2011, pasando de 5,16 millones a finales de 2010 a 4,8 millones. Este retroceso fue una tendencia generalizada entre vocaciones, particularmente intensa en los fondos de renta fija, que concentraron el 73% del descenso neto total en el número de partícipes. Únicamente se observaron incrementos en los fondos garantizados de renta fija –superiores a los 250 mil partícipes– y, en menor medida, en los fondos globales y en los de gestión pasiva.

Los datos preliminares de enero apuntan al mantenimiento de la mayoría de las tendencias observadas en 2011.

Los datos preliminares correspondientes al mes de enero de 2012 indican que la mayoría de estas tendencias se mantienen. Así, se observan descensos en el número de fondos y de partícipes y elevados reembolsos en las categorías de renta fija. La rentabilidad agregada de los fondos de inversión fue positiva en las primeras semanas del año.

Evaluación de la liquidez de los activos de los FI

CUADRO 13

	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s/total de la cartera		
Tipo de activo	**jun-11**	**sep-11**	**dic-11**	**jun-11**	**sep-11**	**dic-11**
Renta fija financiera de *rating* AAA/AA	4.391	3.998	2.195	22,8	18,9	23,0
Renta fija financiera de *rating* inferior a AA	2.384	2.055	3.448	20,6	22,9	17,6
Renta fija no financiera	171	150	164	4,2	5,0	5,6
Titulizaciones	2.246	2.135	1.654	49,7	57,1	52,0
Titulización AAA	609	617	383	49,3	99,0	92,3
Resto titulizaciones	1.636	1.519	1.271	49,8	48,7	45,9
Total	**9.192**	**8.338**	**7.461**	**26,0**	**22,6**	**21,1**
% sobre patrimonio FI	**6,6**	**6,2**	**5,6**			

Fuente: CNMV.

El peso de los activos de liquidez reducida disminuyó en 2011 hasta el 5,6% del patrimonio total de los fondos de inversión.

Como muestra el cuadro 13, las condiciones de liquidez de los fondos de inversión en el ámbito de la cartera de renta fija privada han mejorado durante los dos últimos trimestres de 2011. Así, el volumen de activos de liquidez reducida disminuyó de forma significativa, desde los 9.192 millones de euros a finales del segundo trimestre

del año hasta los 7.461 millones en diciembre de ese mismo año. La importancia relativa de estos activos en relación al patrimonio total de los fondos de inversión descendió del 6,6% en junio de 2011 al 5,6% en diciembre, siguiendo la tendencia iniciada en 2009. En términos absolutos, la mayor reducción en la exposición a activos ilíquidos se produjo en los activos de renta fija financiera de elevada calidad crediticia (*rating* AAA/AA), que pasó de los 4.391 a los 2.195 millones de euros. También se produjo un descenso de la exposición a activos de liquidez reducida en las titulizaciones (cercano a los 600 millones de euros), mientras que se incrementó en los activos de renta fija financiera de calidad crediticia media y baja (superior a 1.000 millones de euros).

Recuadro 5: «Implicaciones para los fondos garantizados de los descensos de *rating* de las entidades de crédito»

La Circular 6/2010 de la CNMV exige, tal y como lo hacía la Circular 3/1998, ya derogada, que las entidades garantes de las IIC con un objetivo concreto de rentabilidad garantizado a la IIC por un tercero (conocidas comúnmente como fondos de «garantía interna») deben cumplir con el mismo requisito de solvencia que la normativa exige a las contrapartes de operaciones en instrumentos derivados. Este requisito está desarrollado en la norma 20.1 de la Circular 6/2010, que detalla que la calificación crediticia del garante otorgada por Standard & Poor´s, Moody´s o Fitch, sea, al menos, favorable en el largo y en el corto plazo; esto es, que refleje como mínimo una capacidad fuerte y satisfactoria, respectivamente, para atender a tiempo el pago de sus obligaciones.

En el año 2009 se dieron situaciones en las que con posterioridad al otorgamiento de la garantía, la entidad de crédito fue objeto de rebajas en su calificación crediticia hasta niveles inferiores a los exigidos por la normativa. Por este motivo, la CNMV emitió un comunicado (publicado el 16/01/2009) en el que se instaba a las sociedades gestoras de fondos con garantía interna a comunicar un hecho relevante –para que este fuese publicado por la CNMV y posteriormente difundido a los inversores en la siguiente información pública periódica–, en aquellos casos en los que los garantes no contaran con la calificación crediticia necesaria, como consecuencia de revisiones posteriores al otorgamiento de la garantía.

Si bien la norma vigente prevé la continuidad de fondos garantizados autorizados con anterioridad a la rebaja de la calificación del garante, la posibilidad de lanzar nuevos fondos de garantía interna continúa condicionada a que la entidad garante cumpla con el requisito mínimo de calificación crediticia indicado. La exigencia de este requisito de calificación crediticia se encuentra íntimamente vinculada al hecho de que los fondos de garantía interna están exceptuados del cumplimiento de gran parte de los límites de la normativa vigente. En concreto, están exceptuados del límite de exposición global en derivados y del límite de diversificación en subyacentes de instrumentos derivados (puntos 3 y 4 del artículo 39 del Real Decreto 1309/2005), así como de los límites de contraparte por la operativa con instrumentos derivados.

Sin embargo, la normativa exige el requisito de calificación crediticia a todos los garantes de fondos de garantía interna, con independencia de si van a superar o

no los límites indicados. Esto último provoca situaciones de potencial arbitraje regulatorio con aquellas IIC en las que la garantía se presta a los partícipes (conocidos comúnmente como «fondos de garantía externa») y para las que la normativa no exige requisito alguno de calificación a las entidades garantes.

Frente a esta última circunstancia, la CNMV está estudiando realizar una modificación de su Circular 6/2010, con el objetivo de exigir la calificación crediticia solo a los garantes de fondos de garantía interna que vayan a superar los límites establecidos en la normativa. Esta propuesta permitirá que un número significativo de entidades no se vean obligadas al otorgamiento de una garantía externa que, frente a la interna, presenta un tratamiento fiscal más desfavorable y conlleva que las entidades gestoras incurran en costes administrativos y operativos más elevados, al tener que hacer frente, en su caso, a pagos individuales a cada uno de los partícipes del fondo al vencimiento de la garantía (frente a un solo pago al fondo en los de garantía interna).

IIC inmobiliarias

El número de FII descendió en uno hasta situarse en seis a finales de 2011, aunque tan solo cinco se consideran activos.

Como viene sucediendo en los últimos años, las IIC inmobiliarias continuaron operando en un entorno complejo. A finales de 2011, el número total de fondos de inversión inmobiliaria (FII) ascendía a seis, uno menos que a finales de 2010. En septiembre, uno de los fondos se transformó en sociedad de inversión inmobiliaria (SII), para posteriormente convertirse en sociedad anónima. De los seis fondos existentes a finales de año, tan solo cinco se consideran activos, ya que para uno de ellos existe un acuerdo de disolución y apertura del proceso de liquidación.

En los fondos activos, la proporción del patrimonio en manos de inversores pertenecientes al grupo financiero de la gestora del fondo es muy elevada.

En cuatro de los cinco fondos activos, una parte significativa de su patrimonio permanecía en manos de inversores pertenecientes al grupo financiero de la gestora del fondo, con porcentajes que oscilaban entre el 47% y el 98%. Todos los fondos operativos tuvieron varias ventanas de liquidez durante el año en las que, a excepción de un único fondo, los reembolsos tuvieron que ser atendidos con las aportaciones de los grupos propietarios. Esto hizo que aumentara aún más el porcentaje del patrimonio de los inversores pertenecientes al grupo financiero de la gestora correspondiente.

El patrimonio de los FII se redujo un 26,5% en 2011 y su número de partícipes, un 60%. Su rentabilidad no retrocedió tanto como en años anteriores.

Como puede observarse en el cuadro 14, el patrimonio de los FII se redujo un 26,5% en 2011, hasta los 4.495 millones de euros (6.116 millones a finales de 2010). Este descenso tuvo su origen casi exclusivamente en la desaparición del FII comentada anteriormente. El número de partícipes, que descendió más de un 60%, se situó en niveles ligeramente inferiores a los 30 mil. La rentabilidad de los FII, por su parte, continuó siendo negativa, como venía sucediendo desde 2009, aunque los retrocesos experimentados durante 2011 no fueron tan intensos como en años anteriores.

Las SII no experimentaron grandes cambios en 2011.

La evolución de las SII no experimentó grandes cambios a lo largo de 2011. Tanto el número de sociedades como el de accionistas permanecieron constantes entre finales de 2010 y finales de 2011 (véase cuadro 14). El patrimonio de las SII se redujo un 2,8% durante 2011, hasta situarse en 313 millones de euros.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 14

					2011			
	2008	2009	2010	2011	I	II	III	IV
FONDOS								
Número[1]	9	8	7	6	7	7	6	6
Partícipes	97.390	83.583	75.280	29.735	33.747	31.963	31.412	29.735
Patrimonio (millones de euros)	7.407	6.465	6.116	4.495	6.083	5.995	4.597	4.495
Rentabilidad (%)	0,69	-8,31	-4,74	-3,24	-0,67	-0,65	-1,03	-0,93
SOCIEDADES								
Número	9	8	8	8	8	8	9	8
Accionistas	937	928	943	943	943	943	944	943
Patrimonio (millones de euros)	372	309	322	313	320	318	1663	313

Fuente: CNMV.

1 IIC que han remitido estados reservados.

IIC de inversión libre

De nuevo, las IIC de IIC de inversión libre retrocedieron en 2011 tanto en términos de patrimonio como de número de partícipes…

La evolución de las IIC de inversión libre a lo largo de 2011 fue heterogénea, con retrocesos en el conjunto de las IIC de IIC de inversión libre y avances de cierto calibre en las IIC de inversión libre de carácter puro. Este comportamiento divergente se observa desde hace varios ejercicios, ya que las IIC de IIC de inversión libre se han visto afectadas en mayor medida por la crisis económica y financiera. Así, entre enero y octubre de 2011, el número de partícipes y el patrimonio de las IIC de IIC de inversión libre descendió un 2,3% y un 3,9%, respectivamente (estas cifras fueron del 10,4% y el 12,9% entre enero y octubre). El retroceso de este sector fue, no obstante, mucho más contenido que el experimentado entre 2009 y 2010, cuando el patrimonio se contrajo un 32% y el número de partícipes se redujo prácticamente a la mitad (véase cuadro 15). La rentabilidad conjunta de estas instituciones fue del -1,5% entre los meses de julio y octubre de 2011 (-2,6% en el acumulado del año). Este descenso contrasta con las rentabilidades positivas de los dos ejercicios anteriores. El número de estas instituciones a finales de octubre era de 27, una menos que a finales de 2010.

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

CUADRO 15

			2010	2011			
	2008	2009	2010	IV	I	II	III	IV[2]
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Número[1]	40	38	28	28	28	27	27	27
Partícipes	8.151	5.321	4.404	4.404	4.240	4.137	4.046	4.043
Patrimonio (millones de euros)	1.021,3	810,2	694,9	694,9	667,2	636,1	617,4	611,2
Rentabilidad (%)	-17,8	7,85	3,15	2,13	-0,01	-1,03	-1,50	-0,03
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Número[1]	24	29	33	33	33	36	36	36
Partícipes	1.589	1.917	1.852	1.852	1.958	2.022	2.057	2.045
Patrimonio (millones de euros)	539,4	652,0	646,2	646,2	693,5	738,9	703,9	729,8
Rentabilidad (%)	-4,82	14,94	5,37	3,11	1,79	0,51	-6,81	2,32

Fuente: CNMV.

1 Entidades que han remitido estados reservados.

2 Datos hasta octubre de 2011. La rentabilidad corresponde al mes de octubre.

… mientras que las IIC mostraron avances de cierta intensidad.

Por su parte, las IIC de inversión libre mostraron incrementos en su patrimonio y en el número de partícipes en 2011 (del 12,9% y el 10,4%, respectivamente), aunque la evolución del sector fue desfavorable en la segunda mitad del ejercicio. El número de estas instituciones a finales de 2011 ascendía a 36, tres más que en diciembre de 2010.

IIC extranjeras comercializadas en España

Tras dos años de fuerte expansión, el volumen de inversión de las IIC extranjeras comercializadas en España cayó cerca de un 18% en 2011…

Tras dos ejercicios de intenso crecimiento, el volumen de inversión de las IIC extranjeras comercializadas en España experimentó un retroceso del 15,8% durante los seis últimos meses de 2011 (18,3% a lo largo del año), situándose en los 29.970 millones de euros. La tendencia a sustituir IIC españolas por IIC extranjeras observada en trimestres anteriores parece haberse atenuado en 2011.

… a pesar de que su número se incrementó.

Por su parte, el número de inversores también se redujo de forma ostensible durante el segundo semestre del año, concretamente un 11,2%, hasta los 761.380. En cambio, aumentó la cifra de instituciones extranjeras que operaban en nuestro país, que pasó de 695 a finales de junio de 2011 a 739 a finales de diciembre. Este incremento se debió, casi de forma exclusiva, a IIC procedentes de Francia.

Perspectivas

Las perspectivas para la industria de la inversión colectiva son complejas como consecuencia de la intensa competencia ejercida por los depósitos y otros instrumentos de ahorro bancarios.

Las perspectivas sobre la evolución de la industria de la inversión colectiva doméstica siguen presentando un grado de incertidumbre muy elevado. El volumen de reembolsos de los partícipes, aunque inferior al observado en los últimos años, continúa mermando de forma significativa el patrimonio del sector. De hecho, el tamaño de esta industria tanto en términos de patrimonio como de partícipes se ha reducido prácticamente a la mitad desde el inicio de la crisis a mediados de 2007. Los depósitos bancarios de elevada rentabilidad, previsiblemente, seguirán siendo los principales competidores de los fondos de inversión. Por su parte, las sociedades gestoras de estos productos, inmersas en un proceso de reorganización derivado del proceso de reestructuración del sistema financiero español, continúan racionalizando su oferta de productos y ajustando sus gastos de explotación en este nuevo marco de actividad[5].

Recuadro 6: «Recomendaciones de ESMA sobre ETF e IIC estructuradas»

Debido al creciente interés acerca de los ETF, incluido el relativo a su impacto en la estabilidad financiera y las posibles implicaciones con respecto a la protección de los inversores, ESMA publicó en julio de 2011 un documento, que se sometió a consulta pública, relativo a determinados aspectos de los ETF y UCITS estructuradas. Basándose en las aportaciones recibidas, ESMA elaboró unas propuestas de recomendaciones sobre ETF y otras UCITS que replican índices, prestan activos o invierten en *total return swaps* o en índices de estrategias.

[5] Véase el artículo de Cambón, M. I. y Losada, R. (2012). «Evolución de las sociedades gestoras de fondos de inversión y de su oferta desde 1995 hasta 2010». *Boletín trimestral de la CNMV*, trimestre I.

Estas recomendaciones han sido de nuevo puestas en consulta pública en enero de 2012, por un periodo de dos meses.

A continuación se resaltan los aspectos más relevantes contenidos en la propuesta de ESMA:

– En lo que respecta a los ETF, se señala que todos ellos deben estar perfectamente identificados en su denominación –añadiendo el distintivo «ETF»–, así como en su reglamento, folleto y material publicitario. Además, para los ETF gestionados activamente, ESMA apunta que en el folleto se debe indicar claramente esta característica. Asimismo, debe indicarse qué estrategia se seguirá para batir el índice, las principales fuentes de riesgos inherentes a dicha estrategia y dónde se puede obtener información sobre la composición de la cartera.

  El documento de ESMA también considera expresamente a los inversores del mercado secundario, ya que estos no aparecen en el registro de las gestoras como partícipes del ETF, por lo que se recomienda, como mínimo, que el folleto y el material publicitario informen a estos inversores de su estatus y derechos. En concreto, se propone que estos inversores tengan derecho a reembolsar directamente del ETF o que esta posibilidad se limite a aquellas ocasiones en las que los creadores de mercado (*market makers*) no puedan aportar liquidez.

– Para las UCITS que replican índices, se propone mejorar la transparencia de estos productos con el fin de fortalecer la protección de los inversores. De este modo, se sugiere incluir más información en el folleto sobre los índices y cómo se replican. Además, en el caso de productos apalancados, el folleto debe revelar la política de apalancamiento y los riesgos asociados y, en particular, aquellos relativos al apalancamiento inverso, así como describir la manera en la que el cálculo diario del apalancamiento influye en los rendimientos en el medio y largo plazo.

– Para el caso concreto de UCITS que presten activos de su cartera o realicen repos, ESMA recomienda una mayor transparencia en el folleto. En concreto, se deberá informar de los riesgos que conlleva esta operativa y de la política que seguirá la entidad en relación a las garantías y las comisiones recibidas. Adicionalmente, para las garantías, se propone que cumplan con los mismos criterios establecidos para las operaciones OTC y que ya se exigen en normas de nivel 3 del precursor de ESMA, CESR. Además, ESMA propone ampliar estas normas y exigir que se apliquen las reglas de diversificación de la Directiva de UCITS conjuntamente a las garantías recibidas y a la cartera de la UCITS.

– Respecto a las UCITS que invierten en *total return swaps*, las principales cuestiones recogidas en el documento establecen que tanto la cartera de la UCITS como los subyacentes del derivado y los colaterales deben cumplir con las normas de diversificación y de activos aptos de la directiva. Además, se sugiere incrementar la transparencia tanto del folleto como del informe

anual, incluyendo información sobre la estrategia, las contrapartidas y el colateral recibido por la UCITS.

– En el caso de que la UCITS invierta en «índices de estrategias», además de cumplir con las normas de la directiva, ESMA propone algunas recomendaciones adicionales sobre estos índices para ser considerados aptos. En concreto, estos índices deben estar suficientemente diversificados, representar un *benchmark* de mercado adecuado, tener una frecuencia de rebalanceo suficiente para que puedan ser replicados y para que cumplan con los criterios exigidos en la directiva en materia de transparencia y, por último, deben estar publicados de manera apropiada.

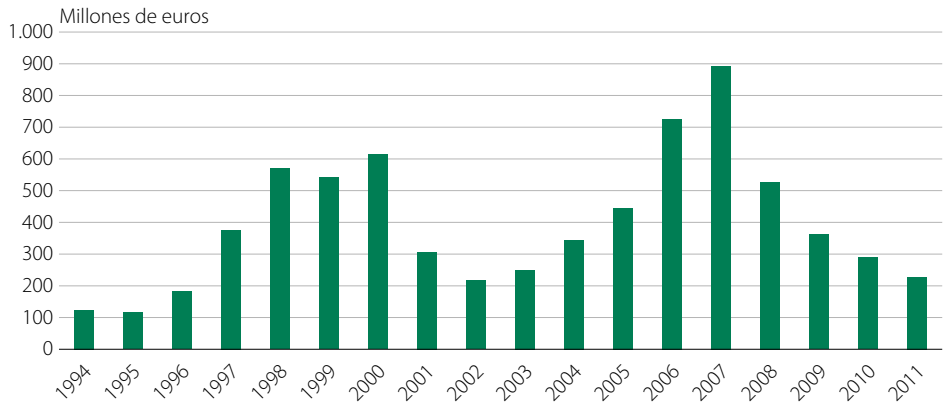
Finalmente, el documento de propuestas recoge varias consideraciones relativas a la comercialización de ETF sintéticos o UCITS estructuradas a inversores minoristas, dados los riesgos que esta operativa puede conllevar. No obstante, en vista de la horizontalidad de la cuestión, circunscribe las posibles respuestas regulatorias a la actual revisión de la MiFID.

4.2 Empresas de servicios de inversión

El beneficio agregado de las ESI descendió un 21,5% en 2011 como consecuencia de las turbulencias en los mercados financieros.

La actividad de las ESI en 2011 continuó viéndose afectada por las turbulencias de los mercados financieros, especialmente en la segunda mitad del año, y por el retroceso de la industria de la inversión colectiva. Los beneficios agregados antes de impuestos del sector ascendieron en el conjunto del ejercicio a 227 millones de euros, un 21,5% menos que en 2010. Como se observa en el gráfico 15, la caída de los resultados agregados de este sector ha sido constante desde que comenzó la crisis, aunque su ritmo de descenso parece haberse atenuado. En términos nominales, los beneficios de 2011 fueron similares a los del año 2002, el peor ejercicio del periodo de crisis anterior, y solo la cuarta parte de los obtenidos en 2007, justo antes del inicio de la actual crisis.

Resultados agregados de las ESI GRÁFICO 15



Fuente: CNMV.

En el caso de las sociedades de valores, el beneficio acumulado antes de impuestos ascendió a 217 millones de euros en 2011, un 22% menos que en 2010 (véase cuadro 16). Este retroceso, similar al de 2010 (-20%), tuvo su origen en la caída de las comisiones netas, que pasaron de 533,8 millones en 2010 a 490,5 millones al cierre de 2011 (-8%). Las comisiones asociadas a la tramitación y ejecución de órdenes, que siguieron siendo las más cuantiosas (68% de las comisiones totales), retrocedieron un 4,6%. Los ingresos percibidos por comercialización de IIC y por colocación y aseguramiento de emisiones fueron los que cayeron con más fuerza, mientras que aumentaron aquellos relacionados con el asesoramiento en materia de inversión, gestión de carteras y otros servicios.

El beneficio agregado de las sociedades de valores cayó un 22% debido al retroceso de los ingresos por comisiones.

Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (2011)

CUADRO 16

	Sociedades de valores			Agencias de valores			S. gestoras de cartera		
Importes en miles de euros	dic-10	dic-11	% var.	dic-10	dic-11	% var.	dic-10	dic-11	% var.
1. Margen de intereses	102.054	91.542	-10,3	1.629	2.480	52,2	407	682	67,4
2. Comisiones netas	533.858	490.517	-8,1	109.165	97.884	-10,3	10.097	7.987	-20,9
2.1. Comisiones percibidas	798.152	776.641	-2,7	126.055	112.349	-10,9	20.994	18.476	-12,0
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	555.207	529.711	-4,6	38.176	36.354	-4,8	–	–	–
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	8.499	7.446	-12,4	2.748	2.870	4,5	–	–	–
2.1.3. Depósito y anotación de valores	22.367	21.060	-5,9	366	440	20,2	–	–	–
2.1.4. Gestión de carteras	13.880	16.186	16,6	19.489	12.351	-36,6	18.020	16.582	-8,0
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	49.433	55.025	11,3	2.790	5.349	91,7	1.160	1.894	63,3
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	36	484	1.249,6	304	61	-80,0	–	–	–
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	9	8	-15,0	27	42	55,9	–	–	–
2.1.8. Comercialización de IIC	65.487	59.588	-9,0	23.946	21.381	-10,7	34	0	-100,0
2.1.9. Otras	83.233	87.133	4,7	38.209	33.501	-12,3	1.779	0	-100,0
2.2. Comisiones satisfechas	264.294	286.124	8,3	16.890	14.465	-14,4	10.897	10.489	-3,7
3. Resultado de inversiones financieras	48.588	271.955	459,7	456	623	36,8	51	186	265,6
4. Diferencias de cambio netas	24.445	-198.307	–	-3	78	–	9	30	252,5
5. Otros productos y cargas de explotación	1.635	3.952	141,6	-1.413	-1.617	-14,5	13	-40	-413,5
MARGEN BRUTO	**710.580**	**659.659**	**-7,2**	**109.834**	**99.448**	**-9,5**	**10.577**	**8.845**	**-16,4**
6. Gastos de explotación	415.433	426.672	2,7	97.582	89.736	-8,0	9.305	7.211	-22,5
7. Amortizaciones y otras dotaciones	6.006	21.532	258,5	2.817	1.943	-31,0	118	109	-7,5
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	12.888	4.076	-68,4	-23	12	–	0	0	–
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	**276.253**	**207.379**	**-24,9**	**9.457**	**7.757**	**-18,0**	**1.154**	**1.525**	**32,1**
9. Otras ganancias y pérdidas	2.265	9.861	335,3	19	412	2.103,9	38	0	-100,0
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	**278.519**	**217.240**	**-22,0**	**9.476**	**8.169**	**-13,8**	**1.192**	**1.525**	**27,9**
10. Impuesto sobre beneficios	81.685	68.687	-15,9	3.024	2.681	-11,3	254	484	90,9
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	**196.834**	**148.553**	**-24,5**	**6.452**	**5.488**	**-14,9**	**939**	**1.041**	**10,9**
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	–	0	0	–	0	0	–
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	**196.834**	**148.553**	**-24,5**	**6.452**	**5.488**	**-14,9**	**939**	**1.041**	**10,9**

Fuente: CNMV.

Las partidas del margen bruto mostraron una evolución heterogénea en 2011…

El resto de las partidas que componen el margen bruto de las sociedades de valores mostraron un comportamiento heterogéneo. Así, el margen de intereses cayó un 10%, hasta los 91,5 millones de euros, mientras que el resultado de las inversiones financieras aumentó hasta los 272 millones de euros, casi seis veces más que en 2010. Por cambio de divisa, las sociedades de valores registraron unas pérdidas de 198 millones de euros, que contrastan con los beneficios de 2010 (48,6 millones de euros).

… mientras que los gastos de explotación y las dotaciones se incrementaron.

En total, el margen bruto de las sociedades de valores en 2011 alcanzó los 659,7 millones de euros, un 7% menos que en 2010. El incremento de los gastos de explotación y de las dotaciones a provisiones hicieron que el beneficio de explotación agregado de estas entidades descendiera de forma más acusada, situándose en 207,4 millones de euros, un 25% menos que en 2010.

El resultado agregado de las agencias de valores también retrocedió en 2011 tras la moderación de los ingresos percibidos y a pesar del ajuste de los gastos de explotación.

Las agencias de valores obtuvieron en 2011 unos beneficios acumulados antes de impuestos de 8,2 millones de euros (9,5 millones en 2010), lo que supone una caída próxima al 14% respecto a 2010. En estas entidades, el deterioro de los resultados respondió al retroceso de los ingresos netos por comisiones (10,3%), que pasaron de 109,2 millones de euros en 2010 a 97,9 millones en 2011. En general, descendieron los ingresos asociados a todos los tipos de servicios de inversión prestados, salvo aquellos relativos al asesoramiento en materia de inversión, que prácticamente se duplicaron (véase cuadro 16). El margen bruto de las agencias de valores se situó en 99,5 millones de euros en 2011, un 9,5% menos que en 2010. El resultado de explotación retrocedió un 18% hasta los 7,8 millones de euros, pese al ajuste de los gastos de explotación (-8%) y la caída de las amortizaciones y otras dotaciones (-31%).

El ajuste de los gastos de explotación de las sociedades gestoras de cartera permitió que sus beneficios avanzaran un 28% en 2011.

Finalmente, las sociedades gestoras de cartera obtuvieron unos beneficios agregados antes de impuestos de 1,5 millones de euros al cierre de 2011, un 28% más que en 2010. A pesar de que los ingresos netos por comisiones descendieron un 21% en 2011 –con un comportamiento desigual entre aquellos procedentes de la gestión de carteras (-8%) y los de asesoramiento en materia de inversión (63%)–, el fuerte retroceso de los gastos de explotación agregados de estas entidades (-22,5%) permitió un avance notable del resultado de explotación, que se situó en 1,53 millones de euros a finales de 2011 (un 32% más que en 2010).

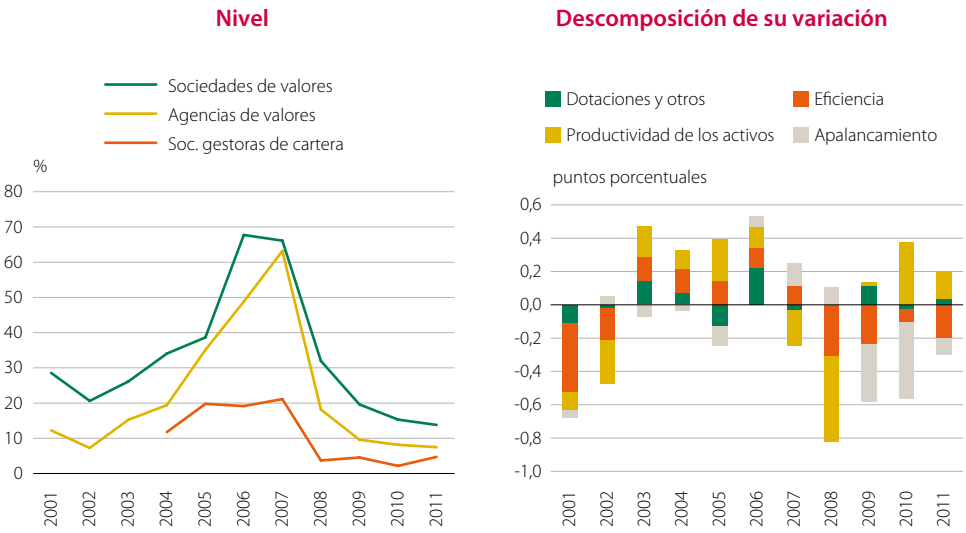
La rentabilidad de los intermediarios financieros descendió desde el 14,7% en 2010 hasta el 13,2% en 2011, en línea con la tendencia de los resultados…

En línea con la tendencia de los resultados acumulados al final de 2011, la rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) para el conjunto de las ESI descendió desde el 14,7% en 2010 hasta el 13,2% en 2011. Por tipo de entidad, cabe señalar el descenso de la rentabilidad conjunta de las sociedades de valores, que pasó del 15,3% en 2010 al 13,8% en 2011, y de las agencias de valores, que retrocedió desde el 8,1% hasta el 7,5%. Por el contrario, la rentabilidad de las sociedades gestoras de cartera fue sensiblemente superior (4,7% en 2011 frente al 2,2% de 2010). Como se aprecia en el gráfico 16, el ligero descenso de la rentabilidad agregada de las ESI tuvo su origen fundamentalmente en la pérdida de eficiencia de estas entidades y, en menor medida, en la reducción del apalancamiento. Por el contrario, la contribución de la productividad de los activos a la variación del ROE continuó siendo positiva, igual que en 2010[6].

---

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

ROE antes de impuestos de las ESI GRÁFICO 16



Fuente: CNMV.

En este marco, el número de entidades en pérdidas (antes de impuestos) se incrementó hasta 31 en diciembre de 2011, ocho más que a finales de 2010, interrumpiendo así la tendencia a la baja de los dos últimos años. De estas entidades, 13 eran sociedades de valores (10 en 2010), 17 eran agencias de valores (12 en 2010), y la última era una sociedad gestora de cartera (igual que en 2010). El volumen agregado de las pérdidas atribuidas a estas entidades ascendió a 26,3 millones de euros, un 64% más que en 2010, cuando las pérdidas fueron de 16 millones de euros. La cifra de pérdidas registrada en 2011 supone en torno al 12% de los beneficios agregados de las ESI, el doble que un año antes.

… mientras que el número de entidades en pérdidas aumentó hasta 31, ocho más que a finales de 2010.

Las condiciones de solvencia del conjunto de las ESI continuaron siendo holgadas en 2011, a pesar de que el margen de solvencia se ha reducido en torno a un 30% desde la entrada en vigor en junio de 2009 de la nueva normativa de solvencia, que es más estricta. Entre 2010 y 2011, lo márgenes de solvencia agregados de los distintos tipos de ESI descendieron ligeramente. Así, a finales de 2011, el exceso de recursos propios sobre los recursos exigidos de las sociedades de valores era de 3,5 veces (3,6 en 2010), el de las agencias de valores era de 1,9 veces (2,0 en 2010) y el de las sociedades gestoras de cartera era de 1,1 veces (1,2 en 2010).

Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo suficientemente holgadas.

La expansión de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI), que nacieron en 2009 con la transposición a la legislación española de la MiFID, está siendo notable. En 2011 creció el número de estas instituciones hasta las 82 (30 más que en 2010), el volumen de patrimonio asesorado (un 9%, hasta los 17,2 mil millones de euros) y el número de contratos de asesoramiento financiero (un 56%, hasta los 3.789). La mayor parte del patrimonio asesorado (81% del total) correspondía a clientes profesionales, mientras que el 12% procedía de clientes minoristas. Los ingresos por comisiones percibidos por estas entidades en 2011 se situaron en 29,8 millones de euros, un 43,5% más que en 2010. Sin embargo, esto último no impidió que el resultado agregado del ejercicio descendiera un 6%, hasta los 6,4 millones de euros (véase cuadro 17).

En 2011 continuó la expansión de las EAFI, cuyo patrimonio asesorado se incrementó un 9%.

Las perspectivas para el conjunto de las ESI son inciertas y dependen, en gran medida, de la incipiente estabilización de los mercados financieros y del resultado y las consecuencias del proceso de reestructuración del sistema financiero sobre el sector.

Las perspectivas para el conjunto de las empresas de servicios de inversión son inciertas y dependen, en gran medida, de la evolución de los mercados financieros. Sus líneas de negocio tradicionales, como la intermediación en los mercados secundarios o las colocaciones de emisiones, están reportando cada vez menos ingresos a estas entidades, de la misma manera que la comercialización de IIC. Sin embargo, parecen abrirse nuevas líneas de negocio, como el asesoramiento en materia de inversión. Además, habrá que tener en cuenta, como en el caso de las sociedades gestoras de IIC, la posibilidad de que estas entidades puedan enfrentarse en los próximos trimestres a un cierto proceso de reorganización derivado de la reestructuración del sistema financiero español De hecho, la competencia de las entidades de crédito en la provisión de servicios financieros ha crecido de forma notable en los últimos años como consecuencia de la decisión de algunas de ellas de dar de baja sus sociedades filiales y prestar ellas mismas estos servicios de inversión.

Principales magnitudes de las empresas de asesoramiento financiero CUADRO 17

Importes en miles de euros	2009	2010	2011	2011 S1	2011 S2	% var. semestre	% var. año
NÚMERO DE ENTIDADES	**16**	**52**	**82**	**64**	**82**	**28,1**	**57,7**
PATRIMONIOS ASESORADOS[1]	**1.410.985**	**15.802.743**	**17.206.331**	**16.498.814**	**17.206.331**	**4,3**	**8,9**
Clientes minoristas	364.284	1.715.084	2.168.957	1.895.320	2.168.957	14,4	26,5
Clientes profesionales	1.046.702	13.995.206	13.963.983	14.501.823	13.963.983	-3,7	-0,2
Otros	0	92.453	1.073.391	101.671	1.073.391	955,7	1.061,0
NÚMERO DE CONTRATOS	**317**	**2.431**	**3.789**	**3.158**	**3.789**	**20,0**	**55,9**
Clientes minoristas	293	2.345	3.635	3.037	3.635	19,7	55,0
Clientes profesionales	24	79	127	109	127	16,5	60,8
Otros	0	7	27	12	27	125,0	285,7
INGRESOS POR COMISIONES[2]	**3.183**	**20.745**	**29.778**	**14.116**	**29.778**	**111,0**	**43,5**
Comisiones percibidas	3.183	20.629	29.586	14.080	29.586	110,1	43,4
De clientes	2.776	17.132	24.801	11.720	24.801	111,6	44,8
De otras entidades	407	3.497	4.773	2.360	4.773	102,2	36,5
Otros ingresos	0	116	192	36	192	433,3	65,5
PATRIMONIO NETO	**1.500**	**10.057**	**11.475**	**10.469**	**11.475**	**9,6**	**14,1**
Capital social	1.043	3.014	3.895	3.386	3.895	15,0	29,2
Reservas y remanentes	36	242	1.186	2.915	1.186	-59,3	390,1
Resultado del ejercicio[2]	421	6.801	6.394	4.168	6.394	53,4	-6,0

1 Datos a final de periodo a valor de mercado.
2 Datos acumulados del periodo.

4.3 Sociedades gestoras de IIC

El patrimonio gestionado por las SGIIC retrocedió en 2011, aunque con menos intensidad que en años anteriores.

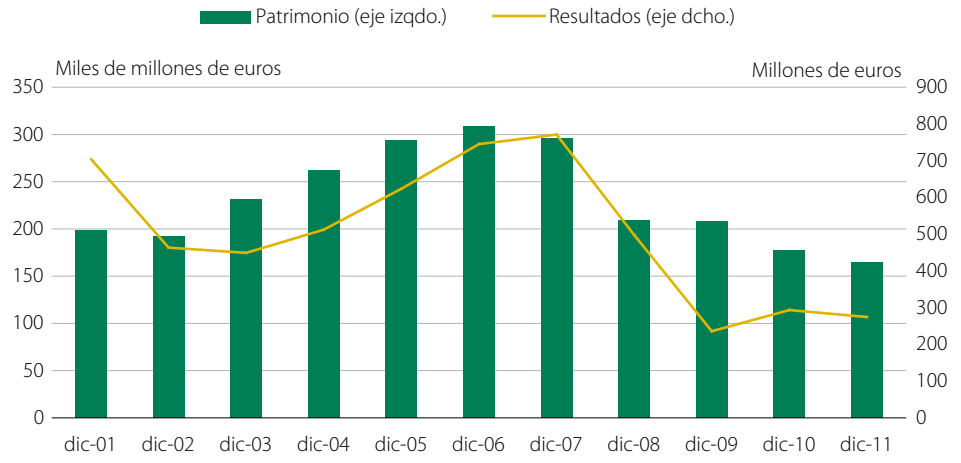
Durante el segundo semestre de 2011, el patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) descendió un 6,5% (7,6% en el conjunto del año) hasta situarse ligeramente por encima de los 164 mil millones de euros. Este retroceso fue, no obstante, inferior al experimentado en 2010 (véanse gráfico 17 y cuadro 18).

En línea con el comportamiento del patrimonio gestionado, los beneficios agregados antes de impuestos de estas entidades descendieron un 6,4% durante el ejercicio 2011, hasta los 274,6 millones de euros. Los ingresos procedentes de las comisiones de gestión de IIC disminuyeron en una proporción ligeramente superior, un 8,8%, con lo que pasaron a representar un 0,9% del patrimonio en diciembre de 2011. La rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE), por su parte, se mantuvo prácticamente estable, alrededor del 20%. A pesar del descenso de los beneficios, el número de entidades en pérdidas se redujo durante el segundo semestre de 2011 y pasó de 35 a 32 (34 a finales de 2010). El importe total de las pérdidas se situó en 11,3 millones de euros, lo que supone un descenso del 44,3% respecto a 2010.

A pesar del descenso de los beneficios agregados del sector, la rentabilidad se mantuvo estable (20%) y el número de entidades en pérdidas descendió ligeramente.

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

GRÁFICO 17



Fuente: CNMV.

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

CUADRO 18

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones (%)[1]
2002	192.099	2.259	1,18	72,7
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

Fuente: CNMV.

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

El proceso de reestructuración del sector financiero español está dando lugar a la reorganización de algunas SGIIC.

Como ha venido sucediendo a lo largo de los últimos años, durante 2011 continuó el proceso de racionalización de la oferta de fondos de inversión, con numerosas fusiones entre ellos. Igualmente, el proceso de reestructuración del sector financiero doméstico está dando lugar a la reorganización de algunas SGIIC. De hecho, durante 2011 se produjeron diez bajas de entidades (cinco en cada semestre), de las cuales, la mitad estuvieron relacionadas con dicho proceso[7].

4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo

El número de entidades de capital-riesgo registradas en la CNMV se incrementó ligeramente en 2011 hasta las 336.

En 2011, el número de entidades de capital-riesgo (ECR) se incrementó ligeramente desde 333 a finales de 2010 hasta 336 (véase cuadro 19). De ellas, 143 eran sociedades de capital-riesgo (SCR), 114 eran fondos de capital-riesgo (FCR) y 79 eran sociedades gestoras de estas entidades (SGECR). A lo largo del ejercicio se produjeron 19 altas de entidades (siete SCR, siete FCR y cinco SGECR) y 19 bajas (14 SCR, un FCR y una SGECR). La mayor parte de las bajas estuvo relacionada con su escasa actividad o con el objetivo de evitar el incumplimiento de los coeficientes de inversión obligatorios fijados por la Ley de ECR. El 65% de las bajas correspondió a entidades con una antigüedad inferior a los cinco años.

Altas y bajas en el registro de ECR en 2011 CUADRO 19

	Situación a 31/12/2011	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2011
Entidades	333	19	16	336
Fondos de capital-riesgo	108	7	1	114
Sociedades de capital-riesgo	150	7	14	143
Sociedades gestoras de ECR	75	5	1	79

Fuente: CNMV.

La mayoría de las nuevas entidades se acogieron al régimen simplificado y su inversión se dirigió a empresas de reciente creación o en crecimiento de ámbito nacional.

En relación a las nuevas entidades registradas cabe señalar varias características relevantes:

– La mayoría de las ECR (70%) se acogieron al régimen simplificado, una tendencia que se observa desde hace cuatro años.

– La inversión de las nuevas ECR se dirigió a empresas de reciente creación o en crecimiento, por lo que las operaciones se corresponden fundamentalmente con *start-ups* o empresas en expansión.

– El destino de la inversión de las nuevas actividades se dirigió, fundamentalmente, hacia los sectores tecnológico, industrial, energético y de la salud, así como hacia reestructuraciones de pymes en dificultades.

[7] Además de las diez bajas mencionadas, dos entidades no remitieron sus estados reservados a finales de 2011 por encontrarse inmersas en un proceso de fusión. Actualmente se está tramitando su baja.

– El ámbito geográfico de la actividad de las nuevas entidades es mayoritariamente nacional. Algunas entidades limitan su inversión a una determinada comunidad autónoma. Además, hay dos fondos que realizan sus inversiones en empresas latinoamericanas e indias respectivamente.

– Finalmente, cabe señalar la presencia del sector público en los FCR promovidos por las CC.AA. o por otro tipo de entidades públicas.

La inversión en capital-riesgo en España descendió un 7% en 2011, hasta los 3.249 millones de euros.

De acuerdo con las cifras preliminares de la Asociación de Entidades de Capital-Riesgo (ASCRI), la inversión en capital-riesgo en España durante 2011 descendió un 7%, hasta los 3.249 millones de euros. A pesar del retroceso, el volumen de inversión fue más del doble que en 2009. La actividad inversora fue mucho más dinámica en los primeros meses del año. De hecho, entre enero y julio se realizaron dos terceras partes de las operaciones de inversión. La actividad de los fondos internacionales fue muy relevante, ya que concentraron el 60% del volumen total invertido y fueron responsables de las cinco operaciones de mayor tamaño (representaron el 47% de la inversión total).

El 83% de los fondos captados procedió de fondos internacionales. El volumen de las desinversiones en 2011 fue relativamente parecido al de 2010.

Las operaciones apalancadas representaron dos tercios del volumen total invertido en 2011. La captación de nuevos fondos se situó en 3.258 millones de euros, un 26% menos que en 2010. El 17% de los fondos fue captado por entidades nacionales, mientras que el resto correspondió a fondos internacionales. Finalmente, el volumen de las desinversiones alcanzó los 1.557 millones de euros, un nivel relativamente parecido al de 2010. Sin embargo, el número de operaciones de desinversión fue significativamente superior (556 en 2011 frente a 337 en 2010).

En un marco de dificultades de acceso a la financiación bancaria, la internacionalización de las empresas puede ser una de las claves para impulsar la recuperación del sector.

Las perspectivas para el sector de capital-riesgo no son, en términos generales, desfavorables. La presencia de grandes fondos de carácter internacional sugiere la presencia de oportunidades de inversión atractivas en España. Como en ejercicios anteriores, el número y el volumen final de la inversión de este sector dependerán, en gran medida, de la recuperación de la financiación bancaria. A pesar de que una recuperación clara del sector de capital-riesgo puede demorarse hasta 2013, según ASCRI, una de las claves para impulsarlo puede ser la internacionalización de estas compañías. De hecho, varias entidades de capital-riesgo están estudiando el potencial de los mercados emergentes, principalmente de las economías latinoamericanas.

Recuadro 7: «Propuesta de reglamento de la CE sobre fondos de capital-riesgo europeos»

La importancia de las pymes en la economía europea y sus dificultades para acceder a la financiación en la actual crisis han suscitado una considerable preocupación en toda Europa. El impacto negativo de la crisis sobre los ingresos y resultados de las pymes ha supuesto una merma considerable de su capacidad de autofinanciación, mientras que la financiación externa se ha visto igualmente restringida por las dificultades para obtener créditos bancarios. De hecho, la financiación externa de las pymes europeas depende primordialmente del canal bancario, mientras que otras fórmulas, como el capital-riesgo y los mercados de valores tienen, en general, un peso escaso en este tipo de compañías[1].

En este contexto, surge la necesidad de impulsar fórmulas de financiación externa de las pymes distintas del canal bancario. En particular, esta necesidad resulta especialmente patente en las primeras etapas de vida de las empresas con potencial de crecimiento y que, en determinados casos, revisten un carácter estratégico para la economía por su perfil innovador y su capacidad para generar empleo en el futuro[2]. En general, en el ámbito europeo, las fórmulas especializadas en estas etapas, como el capital-riesgo formal (fondos y sociedades de capital-riesgo) o informal (inversores providenciales o *business angels*) o los mercados de valores, incluidos los denominados mercados alternativos, tienen un desarrollo insuficiente y claramente inferior al alcanzado en los Estados Unidos[3].

En diciembre de 2011, la Comisión Europea remitió al Parlamento Europeo y al Consejo una propuesta de reglamento que establece normas uniformes a nivel europeo para fondos de capital-riesgo altamente especializados en la financiación de pequeñas y medianas empresas no cotizadas, para su adopción mediante el procedimiento de codecisión[4]. La finalidad de la propuesta de la Comisión es eliminar los obstáculos innecesarios de la regulación nacional y promover la comercialización transfronteriza de este tipo de fondos. Su aprobación supondrá una armonización de determinados aspectos de la legislación nacional para los países que, como España, ya regulaban previamente a las entidades de capital-riesgo, mientras que en otros supondrá el establecimiento por primera vez de un marco normativo de esta actividad[5]. Se espera que el reglamento entre en vigor a finales de 2012.

La propuesta reserva la denominación exclusiva «fondos europeos de capital riesgo» (*European Venture Capital Funds,* en adelante EVCF) para los fondos que cumplan varias condiciones, entre las que cabe destacar los tres criterios siguientes: i) invertir el 70% del capital comprometido por sus patrocinadores en pymes no cotizadas; ii) las inversiones en las pymes deben materializarse en fondos propios o cuasi-fondos propios (por ejemplo, en forma de préstamos subordinados); y iii) no recurrir al apalancamiento (es decir, el fondo no puede invertir más capital del comprometido por los inversores, por lo que no se endeuda). Todos los fondos que operen bajo esta denominación deben atenerse a normas y criterios de calidad uniformes (entre ellos, requisitos de información a los inversores y requisitos operativos) al captar recursos en el conjunto de la UE. Este código normativo único debe garantizar que los inversores sepan exactamente qué compran al invertir en un EVCF.

Por otra parte, la propuesta establece un planteamiento restrictivo en relación con las categorías de inversores que pueden aportar capital a un EVCF. En concreto, estos productos solo podrán comercializarse entre inversores profesionales, según se define a estos en la MiFID, y entre algunos otros inversores tradicionales en el ámbito del capital-riesgo (*family offices* e inversores providenciales), siempre que la inversión mínima se sitúe en 100 mil euros. No obstante, se señala que, en el futuro, podría considerarse una apertura de la participación en estos fondos al público en general.

La propuesta otorga a todos los gestores de fondos de capital-riesgo que cumplan los anteriores requisitos un pasaporte europeo de comercialización, que les permite

acceder a los inversores admisibles en toda la UE. En efecto, por su reducido tamaño, los fondos de capital-riesgo, más orientados hacia la inversión en pymes y a los que se dirige la propuesta de reglamento, difícilmente podían acogerse al pasaporte contemplado en la Directiva sobre los gestores de fondos de inversión alternativos (AIFMD) de 2011, solo aplicable a los gestores que administran activos por un valor superior a 500 millones de euros. Por otra parte, la AIFMD crea un marco jurídico orientado, principalmente, hacia los fondos de inversión libre (*hedge funds*) y las entidades de *private equity*, mientras que la propuesta de reglamento de la Comisión analizada aquí ofrece un marco más adaptado a las características de tamaño, política de inversión y tipo de inversor de los fondos de capital-riesgo típicos.

1 Véase, por ejemplo, el capítulo 2 del Informe Anual de la CNMV correspondiente a 2010. Disponible en http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IA2010_web.pdf; o el memorándum explicativo de la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre Fondos Europeos de Capital-Riesgo. Disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/venture_capital/111207-proposal_en.pdf

2 Véase, por ejemplo, Arce, Ó., López, E. y Sanjuán, L. (2011). *El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales*. Documento de Trabajo nº 52 de la CNMV, noviembre de 2011. Disponible en http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/N52.pdf

3 El capital promedio gestionado por los fondos de capital-riesgo en Europa es pequeño y dista mucho de alcanzar las dimensiones óptimas para desarrollar una estrategia de inversión diversificada que pueda realizar una aportación significativa de capital a las diversas empresas y tener así un impacto real en la economía. En la UE, el fondo de capital-riesgo medio se sitúa en 60 millones de euros, mientras que en Estados Unidos esta cifra se eleva hasta los 130 millones de euros. Algunos estudios sugieren que la dimensión media de estos fondos debería ser mayor (unos 280 millones de euros) para ser decisivos en los sectores en los que invierten. Véase Lerner, J., Pierrakis, Y., Collins, L. y Bravo Biosca, A. (2011). Atlantic Drift - Venture capital performance in the UK and the US. NESTA. Research report.

4 *Proposal for a Regulation of the European Parliament and the Council on European Venture Capital Funds*. Disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/venture_capital/111207-proposal_en.pdf

5 Solo nueve Estados Miembros disponían hasta ahora de una normativa específica para dichos fondos. Los restantes aplicaban de forma general el derecho empresarial o corporativo a los fondos de capital-riesgo.

II Informes y análisis

Los mercados de CDS y bonos soberanos en el marco de la crisis de deuda pública europea

Óscar Arce y Sergio Mayordomo (*)

(*) Óscar Arce y Sergio Mayordomo pertenecen al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.

1 Introducción

Desde el comienzo de la crisis de deuda soberana en varios países de la zona del euro durante la primera mitad de 2010, las permutas de riesgo de crédito (*Credit Default Swaps*, CDS) han acaparado un interés creciente por parte de analistas, inversores y reguladores. Hasta hace unos años la actividad en estos productos derivados, que ofrecen cobertura contra el impago de instrumentos de renta fija, normalmente se restringía al ámbito de la deuda corporativa y, en algunos casos, al de la deuda pública emitida en economías emergentes[1]. Sin embargo, el reciente empeoramiento de la percepción acerca de la situación fiscal de algunos países europeos ha conllevado un aumento significativo de la actividad en los mercados de CDS soberanos. Al mismo tiempo, han surgido nuevas cuestiones acerca de estos instrumentos y sus mercados, incluidas las relativas a las posibles fuentes de riesgo sistémico en los mercados de CDS, su relación con los mercados de deuda subyacente o la posible utilización de los CDS como herramienta de distorsión, o incluso manipulación, de los mercados de deuda[2].

En este contexto, este artículo presenta los principales resultados obtenidos en un estudio reciente, elaborado por Arce, Mayordomo y Peña (2012)[3], en el que se analizan varias cuestiones ligadas a la relación entre los mercados de CDS y los de deuda soberana en la Unión Económica y Monetaria (UEM) a lo largo de los últimos años. La primera de estas cuestiones es la relativa a la relación que teóricamente debería de existir entre la prima de un CDS y el precio del bono subyacente. En concreto, tal y como sucede con los precios de cualquier otro instrumento de seguro, la prima de un CDS debe guardar una relación directa con el valor de la cobertura ofrecida que, en este caso, no es otra que el valor del riesgo de impago cubierto por el contrato de CDS. Al mismo tiempo, el riesgo de impago implícito en un bono puede definirse como el diferencial entre el precio del bono en cuestión y el correspondiente a un

1 En el ámbito de la deuda corporativa, véanse, por ejemplo, Blanco, R., Brennan, S. y Marsh, I. W. (2005). «An empirical analysis of the dynamic relationship between investment grade bonds and credit default swaps». *Journal of Finance*, 60, pp. 2255-2281; y Zhu, H. (2006). «An empirical comparison of credit spreads between the bond market and the credit default swap market». *Journal of Financial Services Research*, 29, pp. 211-235. Por su parte, Ammer, J. y Cai, F. (2007). «Sovereign CDS and bond pricing dynamics in emerging markets: Does the cheapest-to-deliver option matter?». *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 21, pp. 369-387; y Bowe, M., Klimaviciene, A. y Taylor, A. P. (2009). *Information transmission and price discovery in emerging sovereign credit risk market*. Working Paper, analizan la relación entre los mercados de CDS y bonos soberanos en países emergentes.

2 En este último ámbito, véanse, por ejemplo, Duffie, D. (2010). «Is there a case for banning short speculation in sovereign bond markets?». *Banque de France, Financial Stability Review*, 14 (July), pp. 55-59; y Portes, R. (2010). «Ban Naked CDS». Manuscrito no publicado, London Business School.

3 Arce, Ó., Mayordomo, S. y Peña, J. I. (2012). *Credit-risk valuation in the sovereing CDS and bond markets: Evidence from the euro area crisis*. Documento de Trabajo nº 53 de la CNMV. Disponible en http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_N53_ENen.PDF

bono libre de riesgo. De este modo, en ausencia de fricciones o imperfecciones en estos mercados, el valor del riesgo de crédito implícito medido directamente –a través del diferencial del bono– e indirectamente –por medio de la prima del CDS correspondiente– debería coincidir. Esto es, la «base», definida como la diferencia entre la prima del CDS y el diferencial del bono subyacente con respecto a una referencia libre de riesgo, debería ser nula.

El contraste empírico de esta hipótesis es el primer resultado que se presenta en el artículo. Concretamente, los resultados obtenidos sugieren que la anterior relación de equilibrio en un entorno sin fricciones es una buena aproximación durante el periodo anterior a la crisis, pero no así a partir del inicio de la misma, cuando se empiezan a observar desviaciones persistentes entre ambos indicadores del riesgo de crédito soberano.

Bajo la suposición de que estas desviaciones persistentes no reflejan la existencia de oportunidades de arbitraje entre ambos mercados sino, más bien, la presencia de imperfecciones en los mismos, el siguiente paso natural consiste en explorar el efecto de varias de estas imperfecciones en la base. Entre los distintos factores considerados, el más relevante resulta ser el riesgo de contraparte, entendido como la posibilidad de que la entidad vendedora del CDS no cumpla con su compromiso de cobertura en caso de materialización del riesgo de impago. También se analiza el efecto de los costes de financiación, por su influencia directa sobre la demanda de bonos, el grado de liquidez en el mercado de CDS con relación al del mercado de bonos y el nivel de riesgo global. Asimismo, se consideran dos factores adicionales que podrían haber tenido un efecto significativo sobre estos dos mercados: la compra de deuda soberana en el mercado secundario por parte del Banco Central Europeo (BCE) a partir de mayo de 2010 y el anuncio en verano de 2011 de un acuerdo por parte de los principales tenedores privados de deuda griega sobre una posible quita.

A continuación se analiza la eficiencia en el proceso de determinación de los precios (*price discovery*) en los dos mercados considerados, el de CDS y el de bonos. De nuevo, la distinción entre el periodo pre-crisis y el de crisis resulta crucial. En particular, el análisis empírico es indicativo de que antes de la crisis los mercados de CDS solían liderar el proceso de *price discovery*, en el sentido de que las primas de los CDS incorporaban los nuevos flujos de información relativos al riesgo de crédito del bono subyacente con más rapidez que los precios del bono. No obstante, la intensificación del riesgo de contraparte, junto con la compra de deuda pública por parte del BCE y la anticipación de una quita pactada por parte de los principales tenedores de deuda griega, parecen estar alterando de manera significativa el grado de eficiencia relativo de estos mercados en el periodo más reciente.

De este modo, una conclusión general que se deriva del análisis expuesto en este artículo es que la correcta interpretación de los precios de los CDS y los bonos soberanos y de su proceso de formación y contenido informativo ha de tener en consideración los efectos de las distintas fricciones presentes en estos mercados. Asimismo, la evidencia acumulada desde el inicio de la crisis indica con claridad que estos efectos son cambiantes a lo largo del tiempo.

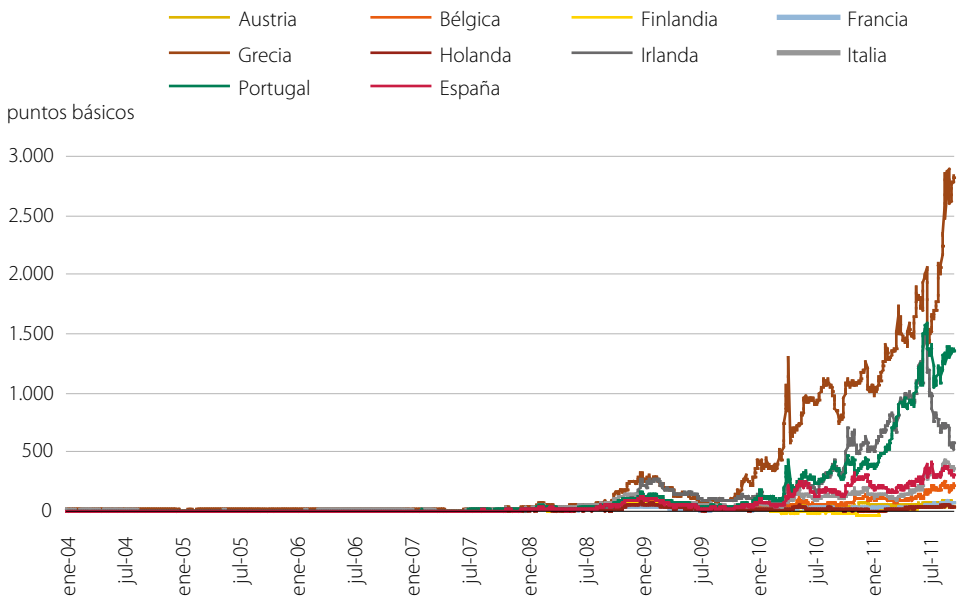
El resto del artículo se estructura como sigue. La sección 2 presenta las principales magnitudes de varios mercados de CDS soberanos en la UEM junto con algunos de

los desarrollos recientes más relevantes en esta área. En la sección 3 se analiza la presencia de desviaciones persistentes entre las primas de los CDS y los bonos soberanos de referencia, así como los determinantes de estas desviaciones. La sección 4 contiene los resultados del análisis empírico llevado a cabo para determinar el grado relativo de eficiencia informacional de los mercados de CDS frente a los de sus bonos de referencia. Por último, la sección 5 recoge las principales conclusiones del artículo.

2 Los mercados de CDS y bonos soberanos en la UME: Rasgos básicos

Los gráficos 1 y 2 muestran la evolución de las cotizaciones de los CDS y los diferenciales de los bonos soberanos, respectivamente, para 11 países pertenecientes a la UEM[4]. Una primera característica reseñable de estas series es el aumento notable en la volatilidad de las mismas a partir de finales de 2008. Hasta ese momento, tanto las primas de los CDS como los diferenciales de los bonos subyacentes se habían situado de manera recurrente en valores muy bajos y estables, con apenas diferencias apreciables entre los distintos países de referencia. A finales de 2008, sin embargo, comenzaron a hacerse evidentes unos niveles medios de ambas variables sensiblemente más elevados que los observados anteriormente para la mayoría de países.

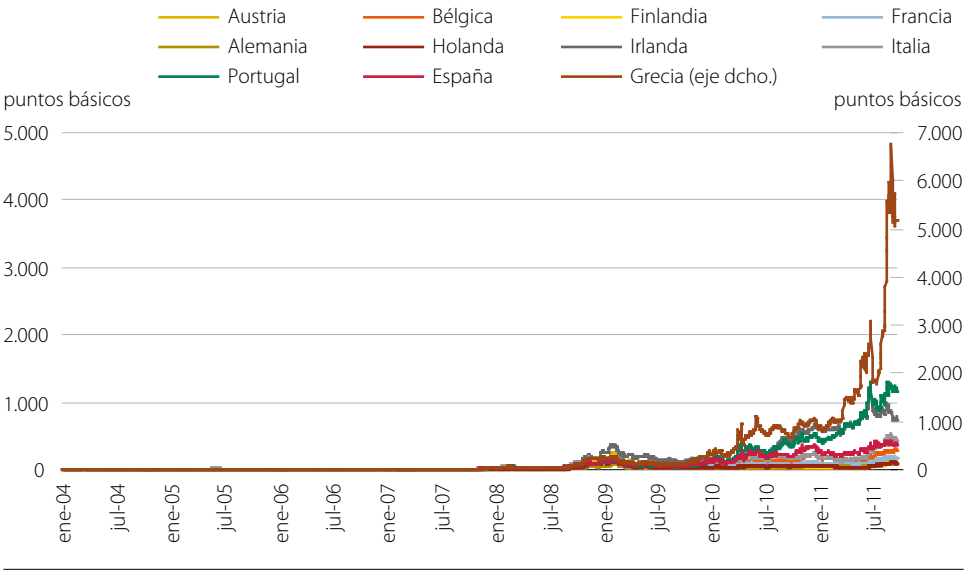
Diferencial del bono a cinco años (con respecto al bono alemán) GRÁFICO 1



Fuente: Datastream.

4 Estos países son Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Holanda, Portugal y España. El periodo de la muestra es enero 2004 - octubre 2011. En el caso de Alemania solo se muestra el *spread* del CDS, pues el tipo de interés de sus bonos a cinco años se utiliza como referencia para definir el diferencial del bono.

Prima del CDS a cinco años GRÁFICO 2



Fuente: Credit Market Analysis (CMA).

Posteriormente, con el inicio de la crisis de deuda soberana griega a finales de 2009 y su extensión a otras economías del área el año siguiente, se produjo una segmentación por países en la evolución de estos dos indicadores del riesgo soberano. Así, las economías sujetas a un mayor grado de incertidumbre acerca de la fortaleza de sus finanzas públicas sufrieron rápidamente incrementos significativos en ambos indicadores. Este fue el caso, fundamentalmente, de los tres países que requirieron apoyo financiero internacional (Grecia, Irlanda y Portugal) y, en menor medida, de Italia, España y Bélgica. En el resto de países, la evolución de las primas de los CDS y los diferenciales de los bonos fue más moderada. Así, al final del periodo muestral (mediados de octubre de 2011), Finlandia y Alemania presentaban las menores primas en sus CDS, con 73 y 93 puntos básicos, respectivamente, mientras que unas semanas antes en Grecia se alcanzaban niveles próximos a los 7.000 puntos.

Otro dato destacable es el relativo al aumento de la actividad negociadora en los mercados de CDS soberanos europeos en los últimos años. El gráfico 3, que contiene el volumen nocional bruto de varios países del área del euro, muestra el fuerte crecimiento registrado en la contratación de estos derivados en los últimos años. Así, de un volumen de contratos abiertos en los 11 países considerados cercano a 400 mil millones de dólares a finales de 2008 se ha pasado, en febrero de 2012, a una cifra superior a un billón de dólares. Por países, aquellos en los que se observa un mayor crecimiento de actividad emisora durante este periodo reciente son Italia, España y Francia.

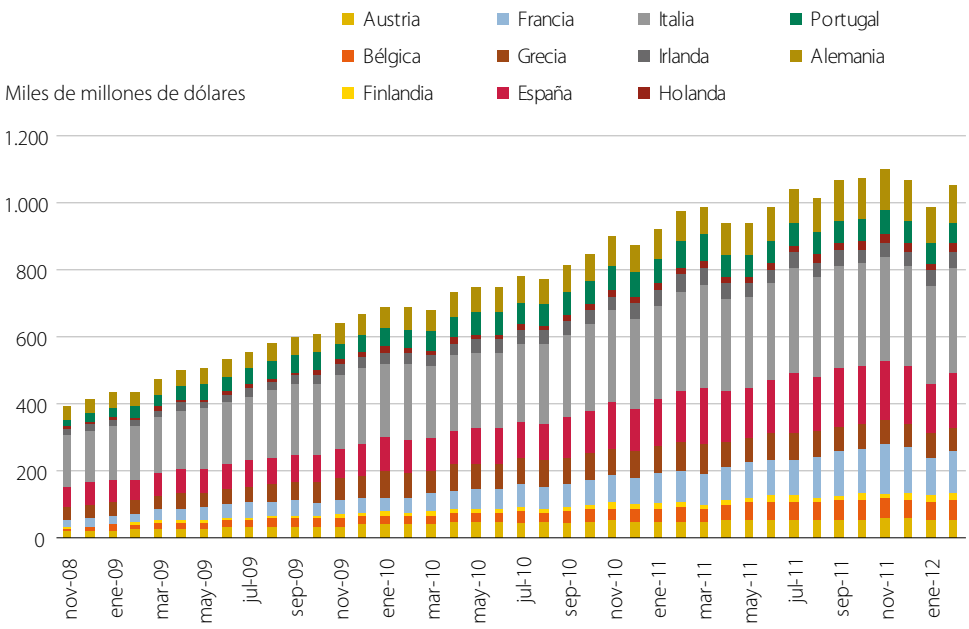
El gráfico 4 muestra el valor agregado del importe nocional bruto de las transacciones de CDS, expresado en el promedio semanal para los dos semestres comprendidos entre septiembre de 2010 y agosto de 2011, para distintas regiones (panel izquierdo) y para diferentes entidades emisoras europeas (panel derecho)[5]. Durante el

5 El valor agregado del importe nocional bruto representa el valor de todos los contratos vivos en un determinado momento. En el cómputo del valor agregado del nocional neto se eliminan los contratos que han sido compensados con otros de signo opuesto.

último semestre considerado, se aprecia un ligero aumento en el volumen de transacciones de CDS europeos (del 1% respecto al semestre anterior) y un descenso más marcado en la demanda de CDS en el continente americano, del 6%. En el caso europeo, se observa que el aumento de la actividad en estos mercados vino explicado por un fuerte incremento de las transacciones en CDS soberanos, que aumentó en un 39% en el periodo considerado. De hecho, el volumen de transacciones en los CDS con subyacentes privados, financieros y no financieros, disminuyó entre marzo de 2011 y agosto de ese año con respecto al semestre anterior, con caídas del 6% y el 20%, respectivamente.

Volumen nocional bruto en CDS

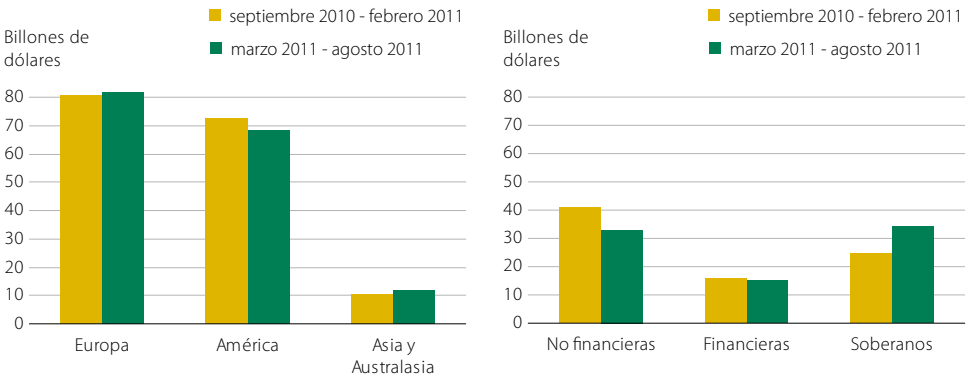
GRÁFICO 3



Fuente: Reuters.

Nocional medio semanal en CDS

GRÁFICO 4

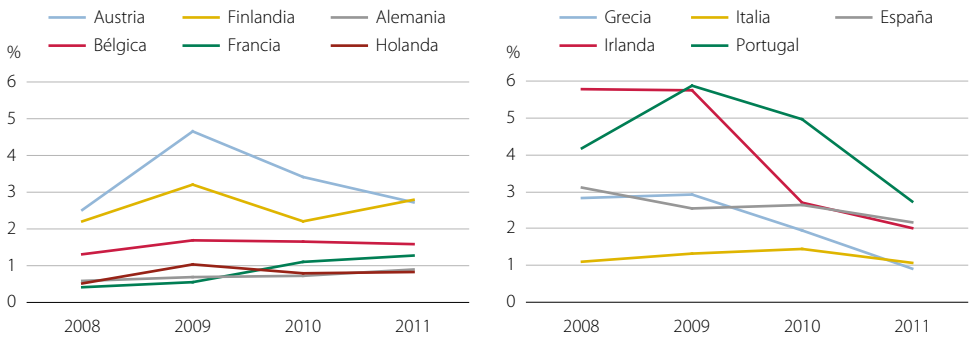


Fuente: Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC).

Pese al aumento de la actividad en el mercado de CDS soberanos europeos, la proporción del nocional de este tipo de derivados sobre el total del subyacente emitido sigue siendo relativamente baja, tal y como se observa en el gráfico 5, que muestra

la ratio entre el volumen agregado nocional neto de CDS sobre la deuda bruta para los distintos países de la muestra. En efecto, con información disponible a septiembre de 2011, esta ratio no superaba el 3% en ningún caso, después de que el volumen relativo de CDS en los países que han sufrido más severamente la crisis de deuda soberana (Grecia, Portugal e Irlanda) haya descendido significativamente desde los máximos registrados en 2009.

Nocional neto de CDS relativo a la deuda bruta GRÁFICO 5



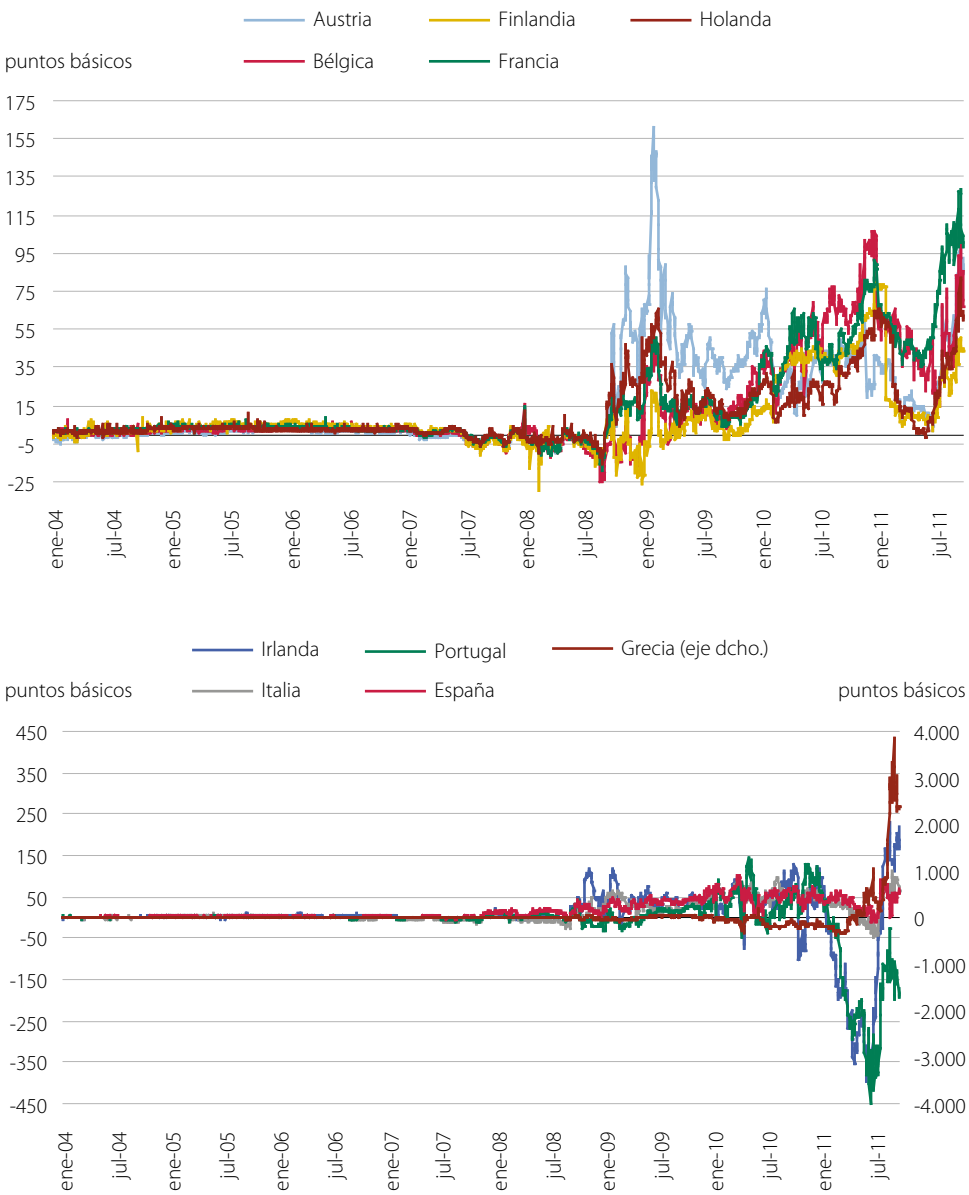
Fuente: DTCC y FMI.

3 Análisis de la base CDS-bono y sus determinantes

En ausencia de imperfecciones en los mercados de CDS y bonos, las dos estrategias de cartera siguientes deberían ser idénticas en cuanto a la combinación de riesgo y rentabilidad que ambas ofrecen al inversor: 1) comprar un bono libre de riesgo de impago y 2) adquirir un bono con riesgo y, simultáneamente, cubrir este riesgo mediante la compra del correspondiente CDS. En ambos casos, el inversor obtendría una rentabilidad neta igual a la ofrecida por el activo libre de riesgo. En términos equivalentes, la prima del CDS debería ser igual al diferencial entre el rendimiento esperado del bono con riesgo y el activo seguro. Si no fuera así, habría oportunidades de arbitraje que permitirían al inversor obtener ganancias mediante una recomposición de su cartera sin incrementar su nivel de riesgo. Por ejemplo, si la prima del CDS fuese inferior al diferencial del bono con respecto al activo seguro, la segunda estrategia descrita anteriormente sería claramente más rentable que la primera.

En realidad, sin embargo, la presencia de fricciones en los mercados hace que la anterior relación teórica de no arbitraje entre la prima del CDS y el diferencial del bono correspondiente no se cumpla de manera exacta en todo momento. En efecto, tal y como ilustran los paneles del gráfico 6, las desviaciones entre ambas magnitudes durante los últimos años han sido frecuentes. En particular, resulta evidente que estas desviaciones han sido notablemente más intensas a partir de finales de 2008, coincidiendo con el recrudecimiento de la crisis financiera global que siguió al colapso de Lehman Brothers en septiembre de ese año. Este resultado se observa tanto en los países que se están viendo menos afectados por la actual crisis de deuda soberana europea (véase el panel superior del gráfico 6), como en aquellos que están sujetos a mayores elementos de vulnerabilidad fiscal (véase el panel inferior del gráfico 6).

Base CDS-bono para los grupos de países centrales y periféricos GRÁFICO 6



Fuente: Credit Market Analysis (CMA).

Arce, Mayordomo y Peña (2012)[6] documentan formalmente que antes de septiembre de 2008 no se detectan desviaciones persistentes de la base respecto de cero en ninguno de los países de la muestra considerados[7]. A partir de ese mes, la metodología estadística empleada detecta desviaciones persistentes entre la prima del CDS y el diferencial del bono en seis de los once países. Entre los factores que, en principio,

6 Op. cit.

7 Los autores emplean un test basado en la metodología desarrollada por Hogan, S., Jarrow, R., Teo, M. y Warachka, M. (2004). «Testing market efficiency using statistical arbitrage with applications to momentum and value trading strategies». *Journal of Financial Economics*, 73, pp. 525-565. Véase también Mayordomo, S., Peña, J. I. y Romo, J. (2011b). *A new test of statistical arbitrage with applications to credit derivatives markets*. Documento de Trabajo nº 47 de la CNMV, para una aplicación reciente de este método al mercado de CDS y bonos corporativos.

podrían dar lugar a bases persistentemente positivas o negativas, se ha analizado el efecto de los siguientes[8]:

– **Riesgo de contraparte.** Un mayor riesgo de incumplimiento por parte de la entidad vendedora de un CDS en caso de que se produzca un impago del bono de referencia implicaría una disminución en la prima del CDS, puesto que el valor percibido de la protección ofrecida sería menor.

– **Costes de financiación.** Unos mayores costes de financiación deberían tener un efecto relativo mayor sobre la demanda de bonos que sobre la de CDS, debido a que las posiciones en contratos de CDS permiten un mayor apalancamiento que las posiciones en bonos; esto es, asumir la misma posición neta en términos de riesgo de crédito (por ejemplo, mediante una posición larga en bonos o una corta en CDS) requiere un desembolso inicial mayor en el caso de operaciones con bonos[9]. Por tanto, un aumento en los costes de financiación propiciaría un mayor descenso en la demanda de bonos y, consecuentemente, en su precio, dando lugar a un aumento en su diferencial y reduciendo así la base[10].

– **Liquidez.** Un mayor grado de liquidez en el mercado de bonos, en comparación con el mercado de CDS, implicaría un precio más alto del bono y, por tanto, un menor diferencial y una base mayor.

– **Riesgo financiero global.** Si los mercados de CDS y bonos comparten la misma información, el efecto del nivel de riesgo cotizado en los mercados y globales sobre la base debería ser nulo. Por el contrario, un efecto no nulo de esta variable sería indicativo de una reacción desigual por parte de ambos mercados ante cambios en los niveles percibidos de riesgo global, que en las estimaciones se aproxima mediante el indicador de volatilidad bursátil VIX. Por ejemplo, un signo positivo de esta variable indicaría que el mercado de CDS reacciona en mayor medida a aumentos en riesgos que afectan, de manera general, a todo el sistema financiero. A su vez, esta circunstancia podría venir explicada por el hecho de que los CDS muestran una mayor dependencia de ciertos aspectos relacionados con riesgos de naturaleza agregada, mientras que el mercado de bonos depende, en mayor medida, del riesgo de la referencia[11]. De hecho, existe

8 Existe una serie de factores adicionales que pueden tener un efecto significativo sobre la base y que resultan difíciles de medir a partir de la información disponible. Ejemplos de estos factores son: las restricciones en la toma de posiciones cortas de bonos para un determinado vencimiento; el grado de concentración de los participantes en el mercado de CDS, que podría afectar a los precios en caso de una baja competencia; o una reducida transparencia del mercado de CDS que dificulte la intervención de los arbitrajistas.

9 El efecto referente al uso de posiciones cortas sobre el bono es el opuesto, pues un aumento de los costes de financiación incrementaría el coste de la toma de estas posiciones y con ello reduciría la oferta y el diferencial del bono. Sin embargo, en la práctica, tomar posiciones cortas en bonos no es siempre factible.

10 La conexión entre la base y los costes de financiación ha sido analizada recientemente por Duffie, D. (2010). «Presidential Address: Asset Price Dynamics with Slow-Moving Capital». *Journal of Finance*, 65, pp. 1237-1266.

11 Este argumento está en línea con los resultados obtenidos por Alexopoulou, I., Andersson, M. y Georgescu, O. M. (2009). *An empirical study on the decoupling movements between corporate bond and CDS spreads*. European Central Bank Working Paper No. 1085; o Mayordomo, S. y Peña, J. I. (2011). *An empirical analysis of the dynamic dependencies in the European corporate credit markets*. SSRN Working Paper. Disponible en http://ssrn.com/abstract=1719287.

evidencia empírica que documenta que, en situaciones de elevado riesgo global, el mercado de CDS normalmente se ve más afectado debido, entre otros factores, al alto grado de concentración de sus principales participantes, que son los grandes bancos de inversión con operaciones a escala global[12].

– **Volumen de deuda comprada por el BCE.** Otro factor a tener en cuenta en un análisis de la base soberana es el efecto del volumen de deuda comprada por el BCE en el mercado secundario a partir de mayo de 2010, en el contexto del Programa del Mercado de Valores. Así, por tratarse de una intervención directa sobre el mercado de bonos, en principio, cabría esperar un mayor impacto (positivo) en los precios de este mercado y, por consiguiente, en la base[13].

– **Disposición de los bancos privados para aceptar quitas voluntarias en sus carteras de bonos griegos.** La propuesta sobre la aceptación de pérdidas por parte de los bancos con tenencias de deuda griega sin la activación de las cláusulas de los mercados de CDS se formalizó públicamente, por primera vez, en julio de 2011[14]. En principio, el acuerdo suponía aceptar pérdidas por un 21% del capital invertido, si bien, con posterioridad, se han considerado porcentajes sensiblemente superiores, siendo el porcentaje final acordado en marzo de 2012 de un 53,5%. Estos anuncios previos podrían haber causado una reducción en la confianza de los inversores en el mercado de CDS y un empeoramiento en su percepción de la calidad de la cobertura efectiva ofrecida por estos instrumentos. Todo ello tendería a reducir el precio de los CDS y, así, la base.

La tabla 1 contiene los resultados de la estimación empírica del impacto de los factores anteriores en la base. Estas estimaciones revelan que el riesgo de contraparte de las entidades vendedoras de CDS, medido de manera aproximada a través del primer componente principal de las primas de los CDS de los 14 principales bancos que actúan como intermediarios en este mercado, tiene un efecto negativo y significativo sobre la base[15]. Este efecto es particularmente intenso a partir de 2008, cuando algunos de los vendedores de protección más activos empezaron a sufrir mayores dificultades financieras.

---

12 Véase, por ejemplo, Arce, Ó., González, F. J. y Sanjuán, L., (2010). *El mercado de* credit default swaps: *Áreas de vulnerabilidad y respuestas regulatorias*. Documento de Trabajo nº 42 de la CNMV. Disponible en http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MonografiaN42_web.pdf. Para evitar un posible problema de multicolinealidad con el indicador de riesgo de contraparte utilizado en la regresión, las variables de riesgo global y domésticos se han ortogonalizado convenientemente.

13 En concreto, es previsible que este tipo de intervenciones contribuya a mejorar, *ceteris paribus*, la liquidez del mercado de bonos soberanos en relación a la de los CDS. Además, no es descartable que el precio al que se efectúan estas intervenciones, por la propia lógica del programa, esté por encima del que dictarían los criterios de riesgo y rentabilidad de mercado.

14 Véase el documento Institute of International Finance (2011). *IIF Financing Offer*. Disponible en http://www.iif.com/press/press+198.php.

15 El primer componente principal debería reflejar la probabilidad de fallido en común de los 14 bancos y, por tanto, se trata de una medida agregada de riesgo de contraparte. Los 14 principales intermediarios son: Bank of America, Barclays, BNP Paribas, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan, Morgan Stanley, Royal Bank of Scotland, Societé Generale, UBS y Wachovia/Wells Fargo.

Determinantes de la base TABLA 1*

	Signo esperado	Signo obtenido
Riesgo de contraparte	–	–
Ratio liquidez CDS/bono	–	–
Costes de financiación	–	–
Riesgo financiero global	+/–	+
Bonos comprados por el BCE	+	+
Dummy acuerdo quita deuda griega (jul-11)	–	–
Base relativa retardada	+	+

Fuente: Arce, Mayordomo y Peña (2012).

* El sombreado indica que la variable correspondiente es significativa a un nivel de confianza del 5%.

El efecto teórico de los costes de financiación también queda contrastado en los resultados de estas estimaciones, que revelan como estos costes tienen un efecto negativo sobre la base[16]. Asimismo, el estudio encuentra un efecto positivo sobre la base del grado de liquidez relativo del mercado de bonos frente al de CDS, medido a través de la ratio de la horquilla *bid-ask* del CDS con relación a la horquilla correspondiente al bono subyacente. Los cambios en el nivel de riesgo global tienen un efecto significativo y positivo sobre la base[17]. Este resultado es indicativo de que el mercado de CDS reacciona en mayor medida a cambios en el riesgo percibido a nivel agregado y posiblemente, en menor medida, a perturbaciones referentes al riesgo crediticio doméstico.

El volumen de compras de bonos soberanos en el mercado secundario por parte del BCE tiene un efecto positivo sobre la base, en línea con la intuición anterior. El episodio relativo a las quitas voluntarias en la deuda griega parece estar teniendo un efecto negativo sobre la base, tal y como cabría esperar, aunque no resulta estadísticamente significativo. Esta falta de significatividad, no obstante, podría deberse al poco tiempo transcurrido desde el anuncio de julio de 2011 por parte de la banca privada hasta el final de la muestra considerada (octubre de 2011). De hecho, como se analiza en la siguiente sección, este factor parece haber tenido un efecto negativo muy significativo sobre la eficiencia informacional del mercado de CDS para los bonos soberanos griegos.

Adicionalmente, el análisis empírico tiene en cuenta el efecto de los propios retardos de la base retardada para poder estimar la persistencia y velocidad de ajuste en la base. Intuitivamente, los valores anteriores de la base deberían absorber cualquier información pasada que se transmitiese directamente a la base actual. Dada la propia presencia de desviaciones persistentes entre el *spread* del bono y el CDS durante la crisis, se encuentra un efecto positivo de dicho retardo que evidencia una elevada persistencia de bases distintas de cero. Por tanto, el ajuste hacia la relación de equivalencia entre la prima del CDS y el diferencial del bono es, en promedio, lento.

16 A efectos de la estimación del modelo empírico, los costes de financiación se aproximan mediante la diferencia entre el tipo de interés a 90 días del papel comercial para las compañías financieras de Estados Unidos con *rating* AA y el interés de las letras del Tesoro estadounidense a 90 días.

17 La prima de riesgo global se aproxima por medio de la volatilidad implícita de un mercado global, en este caso, el Chicago Board Options Exchange (CBOE).

4 Evolución de la eficiencia informacional de los mercados de CDS y bonos soberanos y sus determinantes

Un proceso eficiente de formación de precios se caracteriza por un ajuste rápido de los precios de mercado de un equilibrio al siguiente, conforme el mercado recibe nueva información. En el caso de los CDS y sus bonos subyacentes, en ausencia de fricciones, ambos mercados deberían reflejar en sus precios cualquier nueva información en las mismas condiciones. Sin embargo, la evidencia acumulada al respecto sugiere que este principio, en general, no se cumple en la práctica[18]. Por ejemplo, Longstaff (2010)[19] argumenta que la naturaleza del proceso de formación de precios en los mercados financieros podría variar en función del momento concreto y del escenario económico en que se encuentren los diferentes mercados. En línea con este argumento, Arce, Mayordomo y Peña (2012)[20] han llevado a cabo un análisis de *price discovery* dinámico utilizando la muestra anterior de países de la UEM. Este análisis permite identificar qué mercado refleja la información de forma más eficiente en cada momento y estudiar el efecto que una serie de factores tienen sobre el proceso de formación de precios y la calidad de los mismos.

El producto de este análisis es una medida cuantitativa de la contribución relativa al proceso de formación de precios por parte de ambos mercados, el de bonos y el de CDS, para cada día de la muestra. Una vez que ha sido convenientemente normalizada, la medida de *price discovery* toma valores entre cero y uno, de tal forma que unos valores por encima de 0,5 indican que el mercado que más contribuye a la formación del precio del riesgo de crédito implícito es el correspondiente bono[21]. De forma simétrica, unos valores del indicador por debajo de 0,5 implican un mayor peso relativo del mercado de CDS en la formación del precio.

El gráfico 7 muestra la medida dinámica de *price discovery* para dos grupos de países diferenciados: «periféricos» (España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal) y «centrales» (Austria, Bélgica, Finlandia, Francia y Holanda)[22]. Un primer mensaje que se

18 El resultado general para una serie de estudios que analizan el periodo anterior a la crisis subprime es que el mercado de CDS refleja la información de forma más eficiente que el mercado de bonos (véanse por ejemplo Blanco, Brennan y Marsh, 2005, op. cit; o Zhu, 2006, op. cit., entre otros). Mayordomo, S., Peña, J. I. y Romo, J. (2011a). «The Effect of Liquidity on the Price Discovery Process in Credit Derivatives Markets in Times of Financial Distress». *European Journal of Finance*, 17, pp. 851-881, muestran que este resultado es sensible a la crisis de forma que durante la crisis el mercado de CDS pierde su eficiencia relativa en favor del mercado de bonos y ASP.

19 Longstaff, F. A. (2010). «The subprime credit crisis and contagion in financial markets». *Journal of Financial Economics*, 97, pp. 436-450.

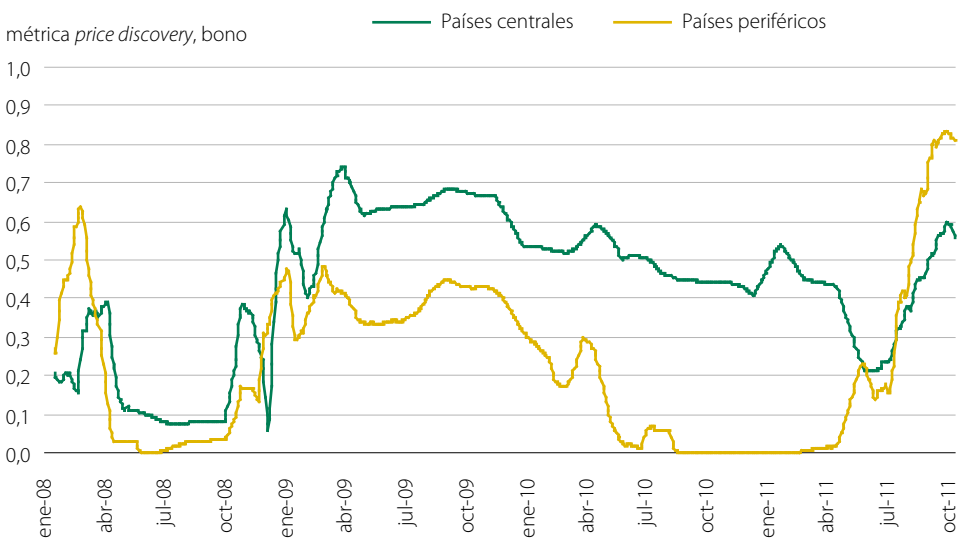
20 Op. cit.

21 Este análisis está basado en la metodología desarrollada en Gonzalo, J. y Granger, C. (1995). «Estimation of common long-memory components in cointegrated systems». *Journal of Business & Economic Statistics*, 13, pp. 27-35.

22 Cada punto que compone estas series se corresponde con la media suavizada (media móvil de 30 días) equiponderada para cada uno de los dos grupos de países de una estimación que emplea 1.000 observaciones diarias de cada país. Alemania no se usa para el cálculo de la medida dinámica de *price discovery* debido a que el tipo de interés de este país se utiliza como referencia para definir los diferenciales de los bonos del resto de países.

vislumbra claramente es que las medidas de *price discovery* no son estáticas. Por el contrario, ambos mercados se alternan en el papel de liderazgo en el proceso de formación de precios a lo largo del tiempo y de acuerdo a un patrón que, aparentemente, guarda una cierta relación con algunos de los eventos económicos y financieros más significativos ocurridos en el periodo de referencia, tal y como se documenta formalmente más adelante.

Medidas estimadas de *price discovery* GRÁFICO 7



Fuente: Arce, Mayordomo y Peña (2012).

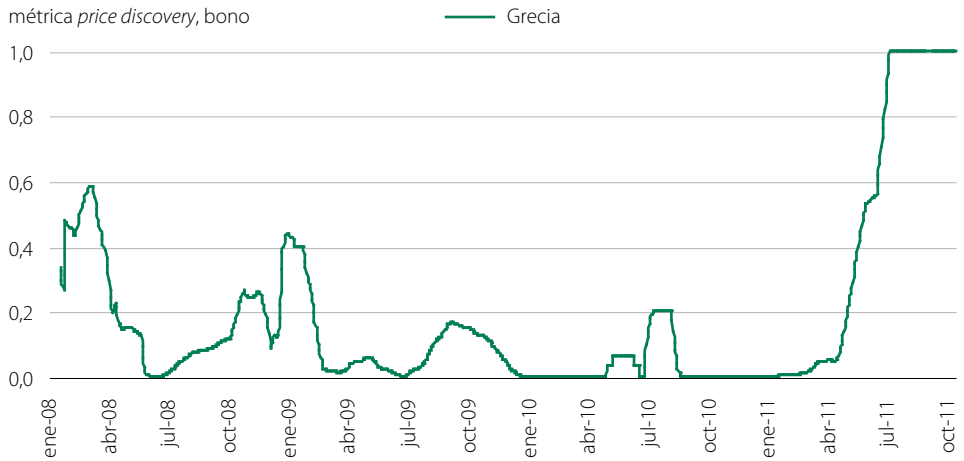
Durante los meses inmediatamente anteriores a las turbulencias de septiembre de 2008, el mercado de CDS parecía liderar el proceso de *price discovery* la mayor parte del tiempo para los dos grupos de países. No obstante, el primer aumento significativo en el liderazgo relativo del mercado de bonos tuvo lugar en el primer trimestre de 2008, coincidiendo en el tiempo con el colapso del banco de inversión estadounidense Bear Stearns en marzo de ese año.[23] Posteriormente, tras al colapso de Lehman Brothers y AIG, la contribución del mercado de bonos aumentó de forma significativa y persistente, especialmente en el grupo de países centrales.

En el grupo de países periféricos, se advierte un nuevo incremento importante en el grado de liderazgo relativo del mercado de bonos en torno a julio de 2011, cuando comenzó a plantarse abiertamente la posibilidad de una quita voluntaria en las tenencias de deuda pública griega por parte de algunos bancos privados. El hecho de que esa quita pudiera producirse sin que necesariamente se declarara un evento de crédito que activase la ejecución de las coberturas de los CDS podría haber desvirtuado sensiblemente la eficiencia relativa del mercado de CDS griegos, tal y como parece desprenderse del indicador de *price discovery* correspondiente a Grecia (véase el gráfico 8).

23 Algunas estimaciones indican que Bear Stearns mantenía posiciones importantes en los mercados de CDS en esos momentos. Véase el artículo «JP Morgan CDS exposure may top $10trn notional», publicado en Risk.net, abril 2008.

Medida estimada de *price discovery* para Grecia

GRÁFICO 8



Fuente: Arce, Mayordomo y Peña (2012).

El gráfico 7 muestra también un claro distanciamiento entre las medidas de *price discovery* para los países centrales y los periféricos desde finales de 2008 hasta mediados de 2011. En particular, durante ese periodo, la contribución del mercado de CDS en este último grupo de países es significativamente superior a la de los países centrales, en los que el mercado de bonos llegó incluso a liderar el proceso de formación de precios en la mayor parte de 2009. La diferencia entre los dos grupos de países se acentúa especialmente durante 2010, lo que puede reflejar una posible pérdida de calidad informativa del precio fijado en el mercado de bonos como resultado del programa de compra de deuda de países periféricos en el mercado secundario por parte del BCE puesto en marcha en mayo de 2010.

Determinantes de las medidas estimadas de *price discovery*

TABLA 2*

	Signo esperado	Signo obtenido
Riesgo de contraparte	+	+
Ratio liquidez CDS/bono	–	–
Costes de financiación	–	–
Riesgo financiero global	+/–	+
Bonos comprados por el BCE	–	–
Dummy acuerdo quita deuda griega (jul-11)	+	+

Fuente: Arce, Mayordomo y Peña (2012).

* El sombreado indica que la variable correspondiente es significativa a un nivel de confianza del 5%.

La tabla 2 muestra un resumen de los resultados del análisis empírico llevado a cabo para aproximar cuantitativamente el impacto sobre las medidas de *price discovery* de los factores anteriores y, también, de otras variables cuyo efecto también se ha tenido en cuenta en el análisis anterior de los determinantes de la base[24]. En dicha

24 En este análisis empírico se utiliza un modelo de regresión Logit en el que la variable dependiente toma valor de cero cuando el mercado de CDS lidera el proceso de *price discovery* y de uno si lidera el mercado de bonos. Los detalles pueden consultarse en Arce, Mayordomo y Peña (2012), op. cit.

tabla se muestra el signo esperado, de acuerdo a los razonamientos intuitivos anteriores, y el signo estimado del efecto de los factores, así como su grado de significatividad. En concreto, un signo positivo y significativo indica que el factor correspondiente afecta negativamente a la capacidad del mercado de CDS para contribuir eficientemente al proceso de formación de precios.

Además de los efectos antes comentados de las compras de deuda soberana por parte del BCE y del primer anuncio de quitas voluntarias de deuda griega, este análisis empírico corrobora el impacto que tienen otros factores sobre el liderazgo relativo de los mercados de CDS y bonos en la formación del precio del riesgo soberano. En particular, destacan, por su significatividad, los siguientes efectos estimados:

1. El efecto negativo que tiene un mayor riesgo de contraparte de los oferentes de CDS sobre la contribución de este mercado al proceso de *price discovery,* lo cual es intuitivo si se tiene en cuenta que una peor calidad percibida de la cobertura posiblemente dificulte la propia interpretación de los precios de mercado y de la información contenida en ellos.

2. El efecto positivo que tiene sobre dicha contribución el nivel de riesgo global, medido a través del índice de volatilidad bursátil VIX, posiblemente debido a que, como se ha señalado antes, en periodos en los que existe un elevado nivel de incertidumbre agregada, el mercado de CDS refleja mejor ciertos aspectos sistémicos, debido al alto grado de concentración de sus participantes. Claramente, estos aspectos, relevantes para la determinación de los precios de los CDS, no están necesariamente relacionados con la calidad crediticia del país en cuestión, por lo que su presencia puede dificultar la capacidad de este mercado para valorar correctamente el riesgo de la entidad de referencia.

3. El impacto negativo de los costes de financiación sobre el grado de eficiencia del mercado de bonos, que parece guardar relación con el efecto relativamente negativo que dichos costes tienen sobre la actividad de ese mercado y su precio, tal y como se ha documentado en el anterior análisis de los determinantes de la base.

5 Conclusiones

La crisis de deuda soberana que se desató en varios países del área del euro en 2010, y que con diferente grado de intensidad sigue afectando a algunos de estos mercados, ha alimentado una actividad creciente en los mercados de CDS referenciados a la deuda pública europea. De forma paralela, durante este tiempo, han surgido varias cuestiones importantes relativas al funcionamiento de estos mercados en el ámbito de la UEM. Este artículo presenta los principales resultados de un análisis empírico reciente que se centra, fundamentalmente, en dos de estas cuestiones.

En primer lugar, se documenta cómo la relación de equivalencia teórica que debería existir entre los precios fijados en los mercados de bonos y las primas de los CDS correspondientes en un entorno sin fricciones parece cumplirse para el periodo anterior a la crisis financiera pero no así durante la misma. En segundo lugar, se anali-

za la contribución relativa de estos dos mercados al proceso de formación del precio del riesgo de crédito soberano y cómo esta contribución evoluciona a lo largo del tiempo.

La evidencia analizada aquí sugiere que tanto las desviaciones entre los precios de ambos activos –CDS y sus bonos subyacentes– como el liderazgo relativo de estos dos mercados en el proceso de *price discovery* muestran un patrón dinámico que parece estar influido sistemáticamente por la presencia de determinadas fricciones en estos mercados. Estas fricciones son clave a la hora de entender la relación entre ambos mercados. En particular, los análisis empíricos presentados en este artículo muestran que el riesgo de contraparte de los oferentes de CDS, los costes de financiación y el grado relativo de liquidez de ambos mercados, entre otros, juegan un papel importante a la hora de dar respuesta a las dos cuestiones anteriores. Además, otros elementos que han emergido recientemente en el ámbito de la UEM, como el programa de compra de bonos soberanos puesto en marcha en 2010 por el BCE y el anuncio de la banca privada internacional relativo a su disposición para asumir quitas voluntarias en el valor de sus carteras de deuda griega, realizado inicialmente en julio de 2011, parecen estar teniendo un efecto determinante en los niveles relativos de las primas de los CDS y los precios de los bonos soberanos y en la eficiencia informacional de ambos mercados.

Evolución de las sociedades gestoras de fondos de inversión y de su oferta desde 1995 hasta 2010

Mª Isabel Cambón y Ramiro Losada (*)

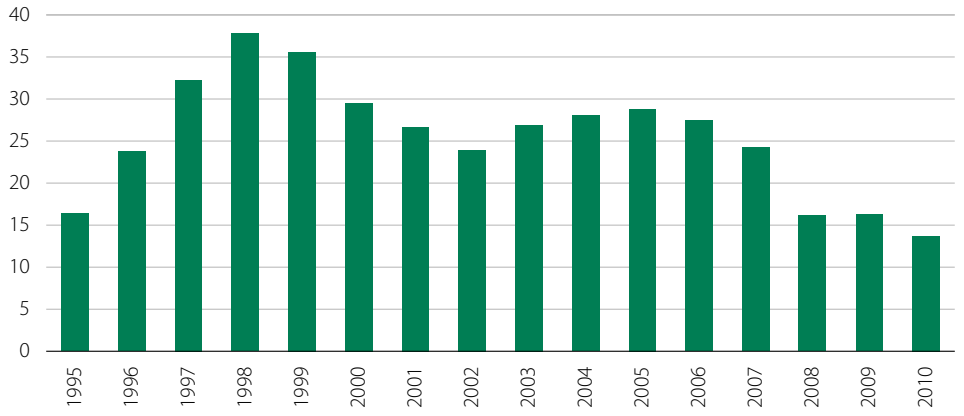
(*) Mª Isabel Cambón y Ramiro Losada pertenecen al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.

1 Introducción

La industria de la inversión colectiva, en particular la de los fondos de inversión, es un área de especial interés para la CNMV por el volumen de recursos que aglutina y por la elevada participación de los inversores minoristas en este sector. Aunque el marco legal de esta industria data del año 1984[1], no fue hasta mediados de la década iniciada en 1990 cuando el patrimonio de estas instituciones alcanzó niveles significativos. La fuerte expansión de este sector a lo largo de la segunda mitad de aquella década, en la que el patrimonio pasó del 16% del PIB en 1995 hasta el 38% en 1998 (véase gráfico 1), respondió al atractivo de estas instituciones para los inversores, especialmente, para los minoristas.

Este desarrollo fue consecuencia de las nuevas posibilidades de inversión que ofrecían los fondos, del acceso a una gestión profesional del ahorro a un coste relativamente reducido y, también, de la fiscalidad de estos productos[2]. Por su parte, los oferentes, principalmente entidades de crédito, vieron en la comercialización de fondos de inversión un área de negocio de elevada rentabilidad.

Patrimonio de los fondos de inversión (% PIB) GRÁFICO 1



Fuente: CNMV y Thomson Datastream.

El crecimiento de la inversión de los hogares en fondos de inversión fue sustancial en aquellos años. En el conjunto de sus activos financieros totales, la importancia

1 Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, de 26 de diciembre.

2 El marco fiscal de la tributación de los fondos de inversión (Ley del IRPF de 1992), que favorecía la inversión a medio y largo plazo en estos productos, ha sufrido varias modificaciones entre las que destacan dos: la primera, en 1999, equiparó la tributación de los fondos de inversión y los depósitos bancarios y la segunda, en 2003, introdujo la posibilidad de diferir el pago cuando se deshace la posición en un fondo si se invierte en otra institución de inversión colectiva (IIC).

relativa de los fondos de inversión alcanzó máximos en el año 1999, con un 18,8% de la cartera total de los hogares. En términos absolutos, la participación máxima de los hogares en esta modalidad de inversión se registró en 2006, cuando alcanzó los 205 mil millones de euros, un 76% del patrimonio total de la industria. En promedio, durante las últimas décadas, la importancia relativa de los fondos de inversión en la cartera de activos financieros de los hogares españoles ha sido equiparable a la de los hogares de la zona del euro y de Estados Unidos[3].

En el periodo de análisis de este estudio (1995-2010), la industria de los fondos de inversión en España ha mostrado dos ciclos expansivos y dos recesivos. Los primeros tuvieron lugar de 1995 a 1999 y de 2003 a 2007 y se caracterizaron por incrementos sustanciales del patrimonio y del número de partícipes. En términos nominales, el patrimonio de los fondos alcanzó máximos a mediados de 2007 (277 mil millones de euros), pero en términos relativos el máximo se registró en 1998, cuando alcanzó el 38% del PIB. Los periodos recesivos se produjeron de 2000 a 2002 y desde mediados de 2007 hasta el momento. En estos periodos se observa un fuerte aumento de la desconfianza de los inversores, que se traduce en incrementos sustanciales de los reembolsos, descensos en el número de partícipes y una recomposición del patrimonio de los fondos hacia las categorías más conservadoras.

Este trabajo resume las principales características de esta industria desde 1995 hasta 2010. Los fondos de inversión españoles son gestionados tanto por sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) pertenecientes a entidades de crédito (bancos, cajas o cooperativas de crédito) como por entidades independientes. En este artículo se analiza la oferta de productos de estas entidades, así como las características propias de estas gestoras.

En cuanto a la organización del artículo, en la sección 2 se presenta la evolución del número y tamaño de los fondos ofrecidos y su orientación en función del inversor final (mayorista o minorista) y en función de su vocación (conservadora o más arriesgada). También se analizan las comisiones aplicadas a los fondos por estas gestoras y las rentabilidades obtenidas por sus productos. En la sección 3 se describen las características más importantes de las SGIIC, incluyendo la evolución del número de gestoras, los procesos de fusión y adquisición y las diferencias en cuanto a tamaño y estructura de la cuenta de resultados, tomando en consideración las condiciones de competencia en el sector. En la sección 4 se presentan las principales conclusiones del artículo.

2 Características de la oferta de fondos de las gestoras

Como se ha indicado, las SGIIC pueden ser entidades independientes o pertenecer a grupos controlados por entidades de crédito[4]. En esta sección se analizan, para cada

3 Los promedios entre 1995 y 2010 se han situado en el 12,5% para España, el 10,3% para la zona del euro y el 10,8% para Estados Unidos (los datos de la zona del euro están disponibles desde 1999).

4 A efectos de este artículo, la SGIIC de la entidad aseguradora Mapfre se ha incluido en el grupo de las gestoras bancarias, dado que su estructura y la capilaridad de sus oficinas y agentes hacen que su comportamiento se asemeje más al de estas gestoras que al de las independientes.

uno de estos dos grupos de gestoras, las características de los fondos que ofertan, con un énfasis especial en el número de fondos, su patrimonio y las correspondientes comisiones de gestión. Este análisis tiene en cuenta la orientación de los fondos, que viene dada por el tipo de inversor final mayoritario (mayorista o minorista) y por su carácter conservador o arriesgado.

A efectos de este artículo, se consideran fondos conservadores aquellos que invierten su patrimonio en activos del mercado monetario (FIAMM), los fondos de renta fija y los fondos garantizados, mientras que se incluyen dentro de los fondos arriesgados los de renta variable, los fondos globales y los de carácter mixto. Por su parte, se entiende que un fondo tiene carácter mayorista cuando más del 50% de su patrimonio tiene su origen en participaciones suficientemente grandes. En concreto, en este artículo reciben tal consideración las participaciones superiores a 180.000 euros, para el periodo 1995-1998, y a 150.000 euros desde 2000 en adelante, si bien en este segundo periodo se establece una salvedad con los FIAMM y los fondos de renta fija a corto plazo, para los que se considera un patrimonio mínimo por partícipe de 300.000 euros[5]. Los fondos que no cumplen estos requisitos se clasifican como minoristas. No se establecen restricciones sobre el tipo de persona, física o jurídica, que realiza la inversión en el fondo, únicamente sobre la cuantía de la misma.

Teniendo en cuenta estos criterios relativos al tipo de inversor y al riego, los fondos de inversión pueden clasificarse en cuatro tipos básicos: mayoristas y conservadores, mayoristas de renta variable y mixtos, minoristas y conservadores y, finalmente, minoristas de renta variable y mixtos.

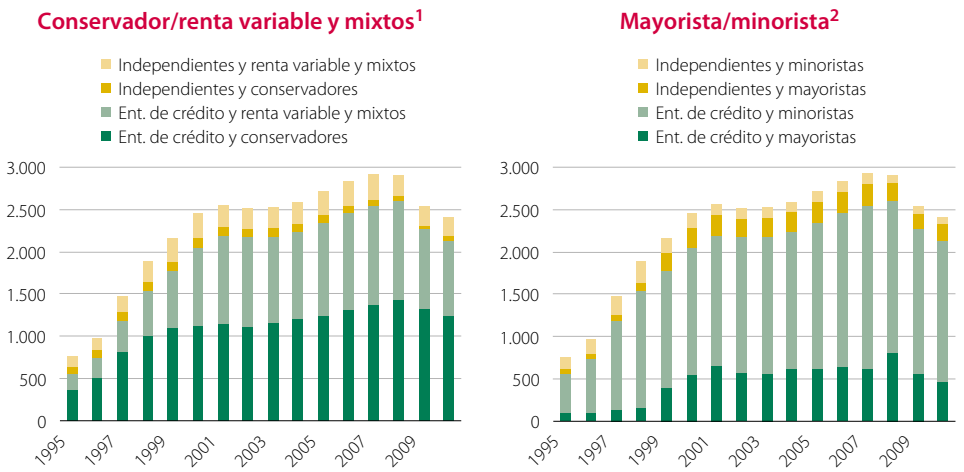
2.1 Oferta de fondos y orientación

El número de fondos de inversión de la industria creció significativamente a lo largo del periodo considerado, salvo en los tres últimos años (2008-2010). En líneas generales, el incremento en el número de estas instituciones fue más intenso en los primeros años de la muestra, al pasar desde algo más de 750 fondos hasta 2.550 entre 1995 y 2001, como consecuencia de la popularización de este tipo de instrumentos financieros entre el público en aquella etapa. Entre los años 2000 y 2002, coincidiendo con el estallido de la burbuja tecnológica y diversos escándalos contables en Europa y en Estados Unidos, se produjo el primer periodo de contracción de la industria de los fondos, pero su número permaneció relativamente estable. Entre 2003 y 2007, el número de fondos volvió a aumentar hasta quedar cerca de los 3.000, en un nuevo entorno de expansión en el que los reducidos tipos de interés propiciaron la búsqueda de inversiones alternativas, entre ellas, la inversión colectiva. Desde que comenzó la crisis económica y financiera a mediados de 2007, las fusiones entre fondos han dado lugar a un descenso notable en la oferta de estos productos, que a finales de 2010 retrocedía hasta los 2.400.

5 El cambio de los límites de la inversión en diferentes periodos de tiempo está relacionado con la modificación de los estados reservados de las IIC desde el año 2000, que condiciona la disponibilidad de datos para efectuar este tipo de distinción.

Por tipo de SGIIC, cabe señalar que las gestoras bancarias concentran la mayor proporción de fondos de inversión. En promedio, entre 1995 y 2010, estas gestoras ofertaban el 84% de los fondos, frente al 16% de las gestoras independientes, una proporción que, además, creció en el tiempo (desde el 73% hasta el 88%). Como se observa en el gráfico 2, en las gestoras de entidades de crédito, la proporción de fondos de inversión de carácter conservador, que podría asociarse a productos más próximos a los depósitos bancarios, fue superior a la de los fondos más arriesgados en todo el periodo considerado. De hecho, como se expone posteriormente, en términos de patrimonio, la importancia de estos fondos en este grupo de gestoras es aún mayor. Por el contrario, las SGIIC independientes gestionan fondos fundamentalmente de renta variable y mixtos, ya que suponen en promedio más del 70% de sus fondos en el periodo (80% en 2010). Si se atiende al tipo de inversor, las gestoras bancarias comercializan fondos principalmente minoristas, mientras que las gestoras independientes tienden a especializarse, en términos relativos, en fondos de carácter mayorista.

Número de fondos según el tipo de SGIIC y orientación del fondo GRÁFICO 2



Fuente: CNMV.

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

2 Véase la nota a pie de página nº 5.

En el conjunto de la industria, la proporción de fondos de carácter minorista es muy superior a la de fondos mayoristas. En el caso español, donde, en el promedio anual del periodo, el número de fondos minoristas triplica al de mayoristas, esta tendencia es más acentuada. Por ejemplo, para el mercado estadounidense, Gavazza (2011)[6] indica que los fondos minoristas, en promedio anual para el periodo de estudio, duplican en número a los fondos mayoristas.

Los fondos gestionados por ambos grupos de gestoras en nuestro país no solo presentan diferencias notables en cuanto a número y orientación, sino también en cuanto a su tamaño. Como se observa en el gráfico 3, el tamaño medio de los fondos de las SGIIC pertenecientes a las entidades de crédito (cercano a los 100 millones de

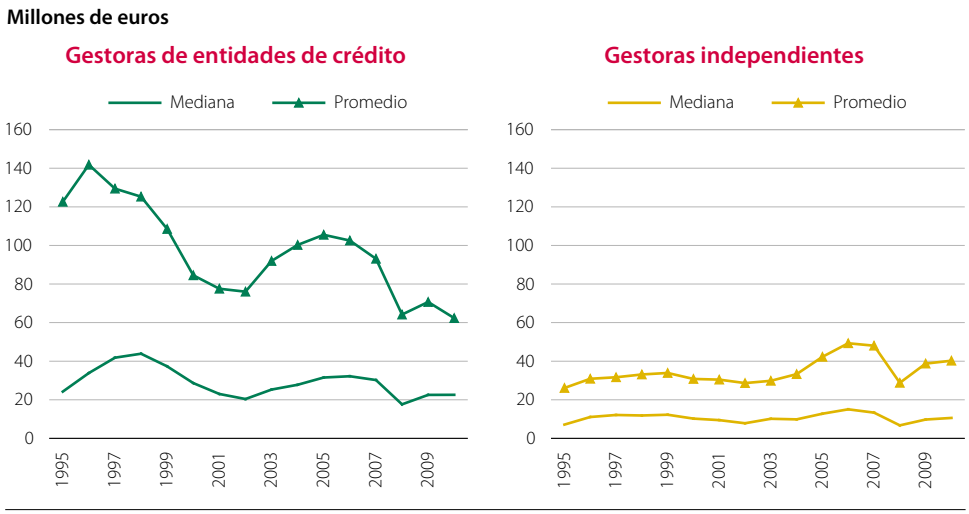
6 Gavazza, A. (2011). «Demand spillovers and market outcomes in the mutual fund industry». *RAND Journal of Economics*, vol. 42, pp. 776-804.

euros en el periodo) es muy superior al de los fondos de las gestoras independientes (35 millones), si bien se ha reducido significativamente entre 1995 y 2010, al pasar de 140 millones de euros hasta 60 millones en 2010[7]. En cambio, el tamaño medio de los fondos de las gestoras independientes ha oscilado entre valores mucho más acotados (entre 26 y 49 millones de euros).

El descenso en el número de fondos que se ha producido en los tres últimos ejercicios ha tenido rasgos diferentes en ambos grupos de gestoras. En 2008, cuando el número de fondos se redujo en 14, se observó un aumento de 61 en el número de fondos de las gestoras bancarias y un retroceso de 75 en las independientes, asociados, en gran medida, al aumento de la oferta de fondos monetarios y al descenso de la oferta en las vocaciones de renta variable, respectivamente. En 2009, la caída del número de fondos (376) se repartió de forma proporcional entre ambos tipos de entidades. Sin embargo, en 2010, el descenso del número de fondos (128) tuvo su origen exclusivamente en las SGIIC bancarias como consecuencia de las fusiones entre fondos, mientras que en las SGIIC independientes el número de fondos se incrementó.

En general, la oferta media de fondos de las gestoras de las entidades de crédito es mucho más elevada que la de las gestoras independientes debido al modelo de negocio de cada una de ellas. En general, mientras que las primeras tienden a cubrir todo el abanico de productos posibles para sus clientes, las segundas mantienen un modelo de negocio mucho más especializado, como se comentará en una sección posterior.

Tamaño medio del fondo según el tipo de SGIIC GRÁFICO 3



Fuente: CNMV.

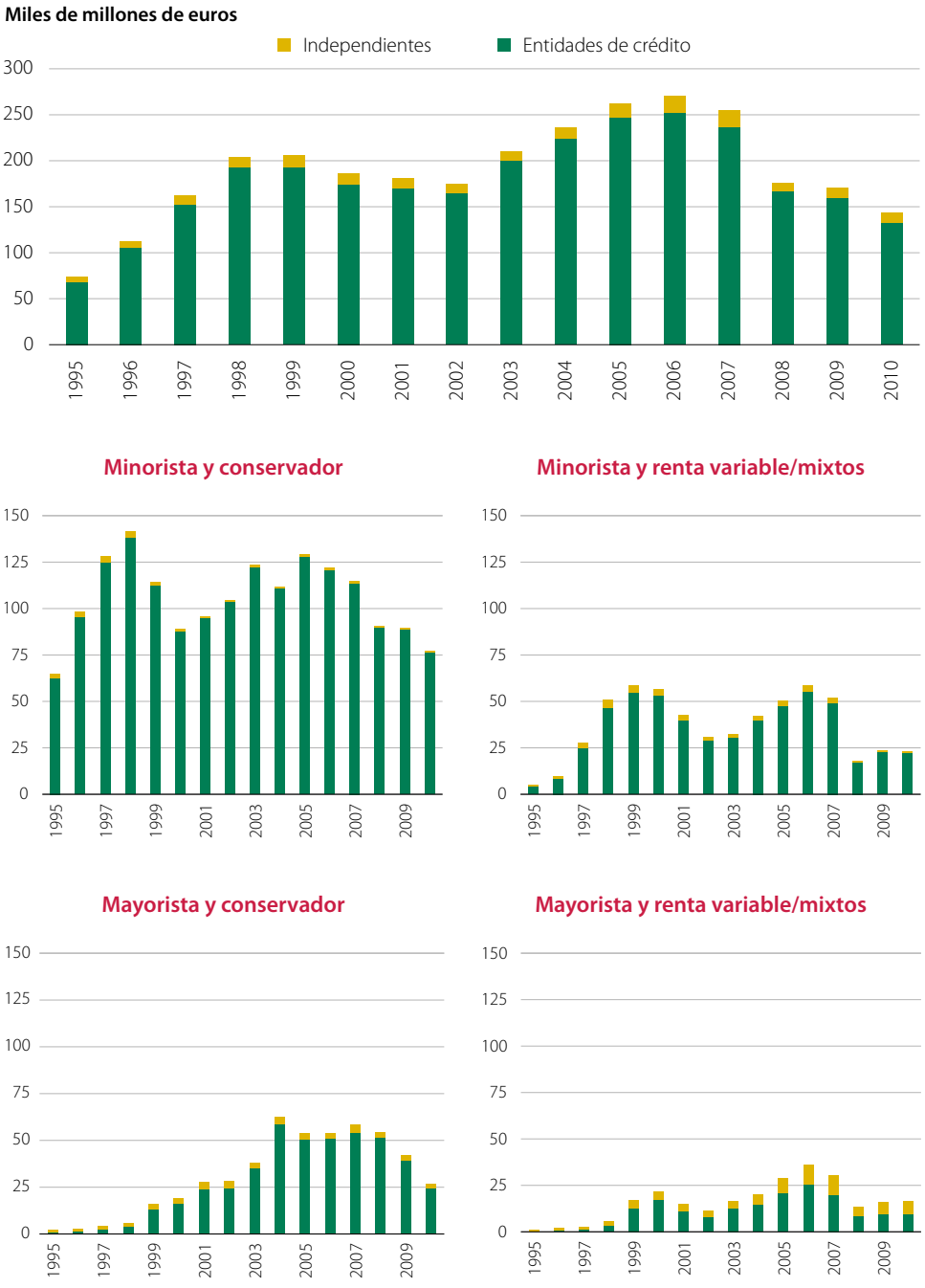
2.2 Patrimonio

La evolución temporal del patrimonio de los fondos de inversión fue similar a la del número de fondos durante el periodo de referencia. Así, entre los años 1995 y 1999, el

7 Nótese la gran diferencia entre el valor medio y mediano del tamaño de los fondos, especialmente en el caso de las gestoras de entidades de crédito, que revela la presencia de un número relativamente reducido de fondos de gran tamaño.

patrimonio casi se triplicó al pasar de 73 mil millones de euros a 206 mil millones de euros. Después retrocedió hasta los 174 mil millones en 2002 e inició una nueva senda de crecimiento que finalizó a mediados de 2007, cuando el patrimonio de estas instituciones superó los 270 mil millones de euros. Desde entonces, en el marco de la crisis financiera, el patrimonio de los fondos ha caído prácticamente a la mitad, situándose en niveles de finales de la última década del siglo pasado, inferiores a los 150 mil millones de euros (véase gráfico 4). El descenso del patrimonio, que fue especialmente intenso en 2008, estuvo fundamentalmente asociado al incremento de los reembolsos de los partícipes. La pérdida de valor de la cartera jugó un papel menos relevante.

Patrimonio de los fondos según el tipo de SGIIC y orientación del fondo GRÁFICO 4



Fuente: CNMV.

Si, como se ha indicado, las gestoras bancarias gestionaron el 84% de los fondos, en promedio, durante el periodo analizado en este artículo, su predominio en términos de patrimonio fue incluso superior, al concentrar el 94% del mismo. Estas proporciones se mantuvieron relativamente estables en el periodo de estudio hasta el comienzo de la crisis actual, en la que la cuota de mercado de las gestoras independientes habría crecido hasta el 8% del patrimonio total.

Como se observa en el gráfico 4, la mayor parte del patrimonio de la industria se concentra en fondos de carácter minorista y conservador (en promedio, cerca de un 60% del total), que además, son gestionados mayoritariamente por SGIIC de entidades de crédito. A continuación le siguen en importancia el patrimonio en fondos minoristas de renta variable y mixtos, que han concentrado una media del 18% del total del patrimonio de la industria entre 1995 y 2010, y el patrimonio de los fondos conservadores destinados a inversores mayoristas (con un 15% del total). Estos dos últimos grupos tienen en común el hecho de que también son gestionados mayoritariamente por gestoras bancarias, pero difieren en su evolución temporal. Por su parte, el patrimonio de los fondos minoristas de mayor riesgo creció con más rapidez, pero también sufrió con más intensidad los efectos de los dos periodos de crisis de la industria. Esto último se debe a la mayor exposición de su cartera a los movimientos de las cotizaciones bursátiles durante las fases recesivas. Por su parte, el patrimonio de los fondos conservadores y mayoristas no fue realmente significativo hasta mediados de la década pasada, al mostrar un comportamiento relativamente más estable hasta el año 2008.

El cuarto segmento contemplado, el de los fondos mayoristas de renta variable y mixtos, no destaca por el volumen de recursos que concentra –con un 8% de la industria– en el promedio del periodo considerado, sino por el hecho de que es el único en el que se observa una presencia significativa de SGIIC independientes. Así, en principio, en este segmento se podría producir una mayor competencia efectiva entre las gestoras independientes y las gestoras bancarias. La evolución de la cuota de mercado de ambos tipos de gestoras desde 1999, que fue el primer año en que estos fondos alcanzaron un volumen de recursos de cierto calibre, revela un aumento constante de la importancia relativa de las gestoras independientes frente a las bancarias. De este modo, la cuota de mercado de las gestoras independientes pasó del 20% del patrimonio de este segmento en 2000 hasta el 43% en 2010.

Desde que comenzó la actual crisis financiera internacional hasta finales de 2010, el patrimonio de los fondos de inversión cayó un 47% (14% en promedio anual) hasta los 144 mil millones de euros. La caída de patrimonio ha sido constante en todos los ejercicios desde 2007, aunque especialmente intensa en 2008 y en 2010, cuando se perdieron cerca de 80 mil y 27 mil millones de euros, respectivamente. En general, este descenso del patrimonio estuvo asociado al fuerte incremento del volumen de reembolsos de los partícipes. La pérdida del valor de la cartera únicamente jugó un papel relevante en 2008, cuando las bolsas internacionales experimentaron un retroceso cercano al 40%.

Por tipo de gestora, se observan algunas diferencias relevantes que, en parte, se explican por sus diferentes modelos de negocio. Desde el inicio de la crisis, el patrimonio de las SGIIC bancarias ha caído un 47%, mientras que el de las SGIIC independientes lo ha hecho algo menos (37% de caída). La evolución temporal ha sido

notablemente diferente, ya que mientras que las caídas de patrimonio en las sociedades gestoras bancarias se ha mantenido constante en los cuatro años de crisis analizados, en las gestoras independientes todo el retroceso se concentró en el ejercicio 2008, presentando avances de patrimonio de diferente cuantía en 2007, 2009 y 2010. En términos absolutos, el segmento de los fondos mayoristas de renta variable, en el que se especializan las SGIIC independientes, ha sufrido con menor intensidad las consecuencias de la crisis (19 mil millones de euros en pérdidas). Es por ello que este tipo de gestoras independientes han mostrado un comportamiento relativamente más estable a lo largo de la crisis. Por el contrario, las categorías de fondos minoristas, dominadas prácticamente por las SGIIC bancarias, han sufrido pérdidas de patrimonio mucho más elevadas tanto en las modalidades más conservadoras (45 mil millones de euros) como en las más arriesgadas (35,5 mil millones).

2.3 Comisiones de gestión

La fuente de ingresos más importante para las SGIIC es la que se deriva de las comisiones de gestión aplicadas a los fondos gestionados. Estas comisiones generalmente se establecen como un porcentaje del patrimonio del fondo, de los resultados del mismo o de ambas variables (comisiones mixtas), siendo la primera fórmula la más frecuente. Los porcentajes máximos que las gestoras pueden aplicar por este concepto están fijados por ley[8].

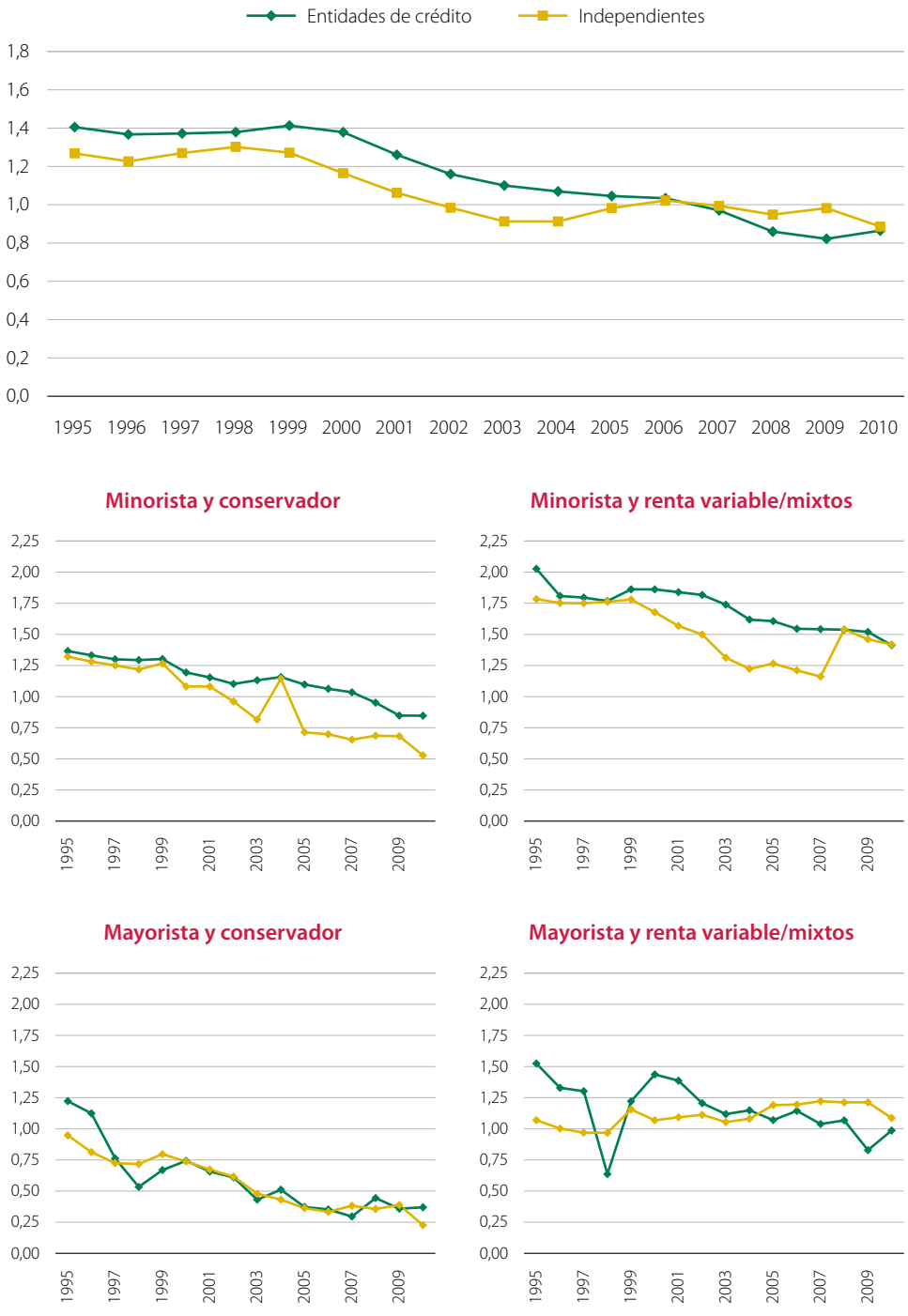
Como se observa en el gráfico 5, el promedio ponderado por patrimonio de las comisiones de gestión establecidas en el folleto de las gestoras bancarias entre 1995 y 2010 fue del 1,16%[9], ligeramente superior al obtenido para las gestoras independientes (1,07%). El análisis de su evolución temporal revela que tanto las comisiones aplicadas por las gestoras bancarias como por las independientes han tendido ligeramente a la baja desde 1999.

El volumen de las comisiones percibidas por estas entidades viene determinado directamente por su modelo de negocio, en este caso, por la composición de los fondos gestionados. En general, se observa que las comisiones que soportan los fondos minoristas tienden a ser mayores que las de los fondos mayoristas. De la misma manera, las comisiones de los fondos conservadores tienden a ser inferiores a las de los fondos más arriesgados (véase gráfico 5). Así, entre 1995 y 2010, la comisión media de gestión de los fondos minoristas fue del 1,3%, frente al 0,8% de los fondos mayoristas, mientras que la comisión media de gestión de los fondos conservadores ascendió al 1,0%, frente al 1,5% de los fondos de renta variable y mixtos.

8 En 2000 se produjo una reducción de las comisiones máximas que podían aplicar las gestoras sobre los fondos. En el caso de los antiguos FIM, la comisión de gestión máxima pasó del 2,5% al 2,25%, mientras que la comisión máxima sobre resultados bajó del 20% al 18%; para los FIAMM, la comisión de gestión máxima pasó del 1,5% al 1%, y la comisión máxima sobre resultados bajó del 15% al 10%. En la actualidad, ya desaparecida la clasificación oficial FIM-FIAMM, las comisiones máximas de gestión son del 2,25% cuando la comisión solo se establece sobre el patrimonio del fondo, del 18% si se calcula sobre los resultados y, en el caso de las comisiones mixtas, del 1,35% del patrimonio y el 9% de los resultados. También están fijados por ley los porcentajes máximos aplicables por comisión de depositaría.

9 El cálculo no incluye las comisiones sobre resultados. Además, cuando el fondo establece una comisión máxima y mínima, se ha tomado la comisión máxima.

Comisiones de gestión según tipo de SGIIC y orientación del fondo (%, promedios ponderados por patrimonio) GRÁFICO 5



Fuente: CNMV.

Por tanto, el hecho de que las comisiones de las SGIIC bancarias hayan sido superiores a las de las gestoras independientes responde, fundamentalmente, a que las primeras concentran su negocio en el segmento minorista de fondos, basado a su vez, en gran medida, en la clientela tradicional del negocio bancario. Las características de esta base inversora permiten que las entidades de crédito ejerzan un cierto poder de mercado y propicien márgenes más elevados para sus gestoras que los obtenidos por las gestoras independientes.

Únicamente en el segmento de los fondos mayoristas, particularmente en aquellos más arriesgados, es donde cabe la comparación entre las comisiones de ambos tipos de gestoras, dado que es el único en el que se observa una presencia importante de las SGIIC independientes. Como se aprecia en el gráfico 5, si se exceptúan los primeros años de la muestra, en los que el patrimonio de estos fondos era muy reducido, la comisión media de gestión de las SGIIC bancarias en los fondos mayoristas de renta variable y mixtos fue similar a la de las entidades independientes (1,1%), si bien presentaron evoluciones temporales diferentes. Así, las comisiones de las gestoras bancarias mostraron una tendencia a la baja que solo se interrumpió en el último año de la muestra (2010), mientras que las comisiones de las gestoras independientes se mantuvieron relativamente estables en este periodo.

La tendencia a la baja mostrada por las comisiones de gestión en su conjunto fue más intensa desde el año 2000 y se apreció en mayor medida en las gestoras bancarias[10]. Entre otros factores, esta tendencia vino propiciada por la reducción de las comisiones máximas aplicables, un cierto incremento de la competencia en el sector y un entorno macroeconómico caracterizado por caídas sustanciales en los tipos de interés que obligaban –particularmente en las categorías de fondos más conservadoras– a reducir las comisiones soportadas para ofrecer una rentabilidad superior y retener a los partícipes. Además, cabe destacar durante este periodo una notable recomposición del patrimonio de los fondos ofrecidos por las gestoras a favor de las categorías mayoristas y conservadoras, que son las que soportan menores comisiones.

Algunos estudios de ámbito internacional sobre las características de la industria de los fondos de inversión revelan que las comisiones que soportan los fondos de inversión españoles estarían en línea con las que se observan en Italia, mientras que serían superiores a las de Alemania, Francia o el Reino Unido, y muy superiores a las de Estados Unidos[11].

Desde el inicio de la crisis, a mediados de 2007, hasta finales de 2010, las comisiones medias de las gestoras bancarias y las gestoras independientes se comportaron de forma distinta. Así, las comisiones de las gestoras bancarias se redujeron hasta niveles inferiores a los de las independientes, mientras que las de las independientes permanecieron relativamente estables. El hecho de que las comisiones medias de las primeras fueran inferiores a las de las segundas en estos últimos años –algo que no se había observado antes– tuvo que ver tanto con la prolongación de la tendencia general a la baja de las comisiones de gestión de estas entidades como con el aumento de la importancia relativa de las vocaciones más conservadoras. Por el contrario, las comisiones de las SGIIC independientes mostraron más resistencia a la baja como consecuencia de la estabilidad de las comisiones medias de su línea de negocio principal.

10 Véase la nota a pie de página nº 9.

11 Véanse, por ejemplo, Ferreira, M. A. y Ramos, S. (2009). *Mutual fund industry competition and concentration: International evidence*. SSRN Working paper; y Khorana, A., Servaes, H. y Tufano, P. (2005). «Mutual fund fees around the world». *The Review of Financial Studies*, vol. 22, pp. 1279-1310.

2.4 Rentabilidad

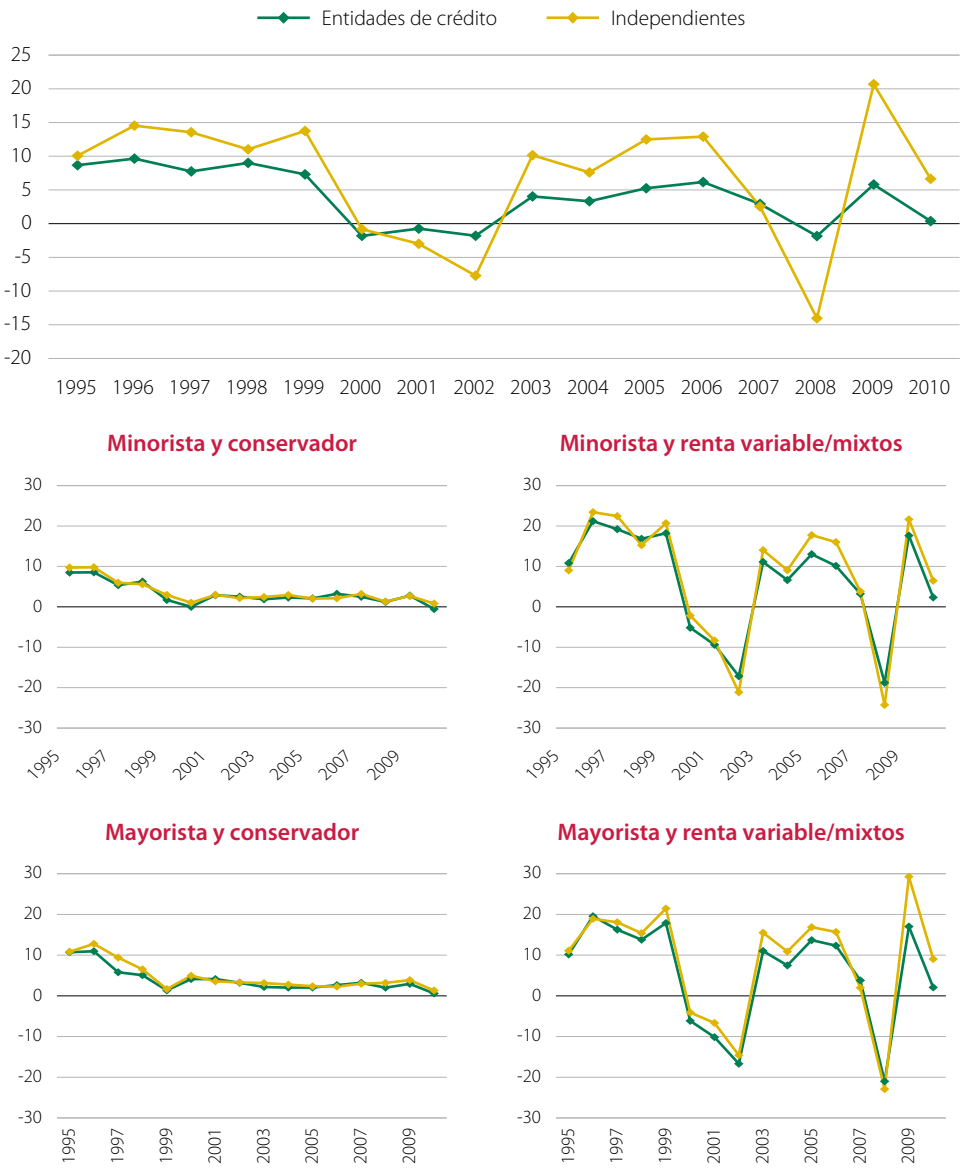
La rentabilidad neta media de los fondos de inversión de la muestra entre 1995 y 2010 fue del 4,2%[12]. De los 16 años contemplados, en cuatro de ellos fue negativa. La mayor rentabilidad correspondió a los años iniciales de la muestra (con tasas cercanas al 10%), cuando los tipos de interés permitían obtener rentabilidades elevadas y los mercados de renta variable se comportaban favorablemente. En este marco, la rentabilidad media obtenida por los fondos de las SGIIC de las entidades de crédito ascendió al 4,0%, mientras que la de las SGIIC independientes se situó en el 6,9%. Como se observa en el gráfico 6, la rentabilidad de los fondos de las gestoras independientes ha oscilado durante este periodo entre valores más extremos, concretamente entre el -14% de 2008, cuando los mercados financieros cayeron con fuerza, y el 20% del año posterior, cuando dicha tendencia se invirtió. Por el contrario, la rentabilidad de los fondos de las gestoras bancarias se ha movido entre el -1,8% de 2008 y el 9,6% en 1996.

Las características de la oferta de fondos de ambos tipos de gestoras también resultan determinantes para la rentabilidad obtenida. Así, las SGIIC independientes, cuyos fondos tienen una orientación más arriesgada y, por tanto, incluyen una proporción mayor de instrumentos de renta variable, son capaces de batir notablemente al promedio de la industria cuando los mercados financieros se comportan de forma favorable, pero caen con mayor fuerza en caso contrario. En cambio, las gestoras bancarias, con una proporción mucho más importante de fondos de carácter conservador, reflejan rentabilidades más alineadas con las que obtienen los fondos de renta fija y los garantizados. Únicamente entre 1995 y 1999, con unos tipos de interés domésticos mucho más elevados que los de los años siguientes, estas SGIIC pudieron alcanzar, en promedio, rentabilidades cercanas al 10%. En los restantes periodos de la muestra, la rentabilidad neta de estas gestoras osciló entre el -1,8% y el 6,2%.

El análisis de las rentabilidades atendiendo a la orientación del fondo revela que en los fondos de carácter conservador, las rentabilidades netas obtenidas por ambos tipos de gestoras son muy similares: entre el 2,5% y el 3,0% en los fondos mayoristas y entre el 1,9% y el 2,2% en los fondos minoristas; mientras que en los segmentos más arriesgados, los fondos de las gestoras independientes han obtenido rentabilidades más altas. Si se atiende en concreto al segmento mayorista de renta variable, las SGIIC independientes han obtenido en promedio una rentabilidad neta del 6,0% desde 1999, frente al 2,6% de las gestoras bancarias. El hecho de que los fondos de renta variable de las gestoras independientes sean más rentables está relacionado con su mayor volatilidad: son fondos más arriesgados y, por tanto, en promedio, más rentables. De hecho, la ratio rentabilidad sobre volatilidad de estos fondos desde 2003 es muy similar en ambos tipos de gestoras.

12 En los cálculos no se han contemplado las rentabilidades devengadas en periodos inferiores a un año que se producen, por ejemplo, en los ejercicios en los que un fondo se da de alta o de baja.

Rentabilidad neta según tipo de SGIIC y orientación del fondo (%, promedios ponderados por patrimonio) GRÁFICO 6



Fuente: CNMV.

La literatura empírica existente sobre la rentabilidad de los fondos de inversión a escala internacional es relativamente extensa, pero más allá de comparar los rendimientos que obtienen los fondos de inversión entre las diferentes industrias nacionales, los trabajos disponibles tratan, en general, de explicar dichos rendimientos. En un estudio reciente, Ferreira, Miguel y Ramos (2012) intentan explicar la rentabilidad de los fondos de inversión de renta variable de 19 países entre 1999 y 2005 en función de variables que caracterizan el fondo y el grado de desarrollo económico y financiero del país y concluyen que, para el conjunto de estos fondos, su rendimiento no es capaz de batir sistemáticamente al índice de referencia del mercado[13].

13 Ferreira, M. A., Miguel, A. y Ramos, S. (2012). «The determinants of mutual fund performance: a cross-country study». *Review of Finance*, próxima aparición.

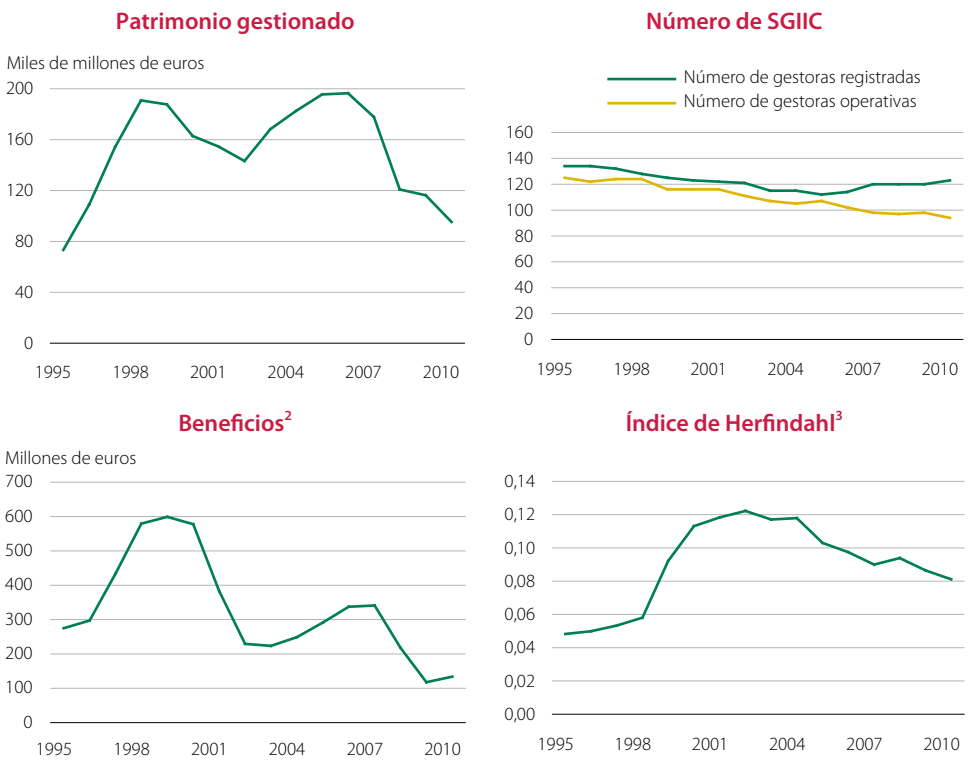
La comparación entre las diferentes jurisdicciones muestra que, en términos relativos, los fondos españoles de renta variable se comportan algo mejor que los de Francia y peor que los de Alemania o el Reino Unido. Respecto a Estados Unidos la comparación no es concluyente, ya que se obtienen diferentes resultados en función del modelo de valoración utilizado.

3 Evolución de las sociedades gestoras de IIC

En esta sección se presentan las características más importantes de las SGIIC durante el periodo 1995-2010, con el fin de conocer la estructura de esta industria y de contextualizar algunas de las evidencias presentadas en la sección anterior.

Como se aprecia en el gráfico 7, tanto el número total de gestoras registradas en la CNMV como el número de gestoras que efectivamente gestionaban algún fondo (gestoras operativas) descendieron entre 1995 y 2010. En concreto, el número total de gestoras registradas pasó de 134 a 123 entre estos años y el de de gestoras operativas pasó de 125 a 94.

Principales magnitudes de las SGIIC en el periodo 1995-2010[1] GRÁFICO 7



Fuente: CNMV. Datos hasta diciembre de 2010.

1 El patrimonio gestionado por las SGIIC y sus beneficios están expresados en euros constantes. Se ha tomado como referencia el año 1995.

2 Beneficios antes de impuestos.

3 El índice de Herfindahl se calcula elevando al cuadrado la cuota de mercado que cada empresa posee y sumando esas cantidades. Este índice 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.

Como se ha descrito anteriormente, el patrimonio de los fondos que gestionaron estas entidades a largo del periodo de estudio experimentó dos etapas de expansión, de 1995 a 1999 y de 2003 a 2007, y dos de retroceso, de 2000 a 2002 y de 2007 a 2010. Estas variaciones en el patrimonio se reflejaron con rapidez en la cuenta de resultados de las SGIIC. Así, los beneficios de estas sociedades se redujeron significativamente en las etapas de crisis para luego recuperarse de forma notable en las de bonanza. Sin embargo, como se puede observar en el gráfico 7, en términos reales, los beneficios en el segundo periodo de expansión, 2003-2007, fueron notablemente inferiores a los del periodo 1995-1999, a pesar de que el patrimonio gestionado llegó a ser superior. Esta evolución pudo estar relacionada parcialmente con la reducción que se produjo en el año 2000 en el porcentaje máximo de comisiones que las gestoras podían aplicar sobre los fondos de inversión. Sin embargo, la evolución del índice de concentración de Herfindahl durante el periodo muestral (gráfico 7) sugiere que la competencia en la industria aumentó de modo significativo a partir del año 2001. Este aumento se vio reflejado en una tendencia a la baja en las comisiones cargadas por las gestoras, que se mantuvo incluso en los periodos en los que el patrimonio gestionado descendió notablemente (véase gráfico 4).

El aumento de la competencia en una industria suele reflejarse en un descenso de los márgenes y, por tanto, del beneficio que logran las empresas que operan en la misma. En la industria de los fondos de inversión española, en la que el elevado número de SGIIC sugeriría, en principio, un grado de competencia relativamente alto, los márgenes que obtienen algunas entidades apuntarían a la existencia de un cierto poder de mercado por parte de estas. En particular, las gestoras pertenecientes a entidades de crédito disfrutaron de un margen medio del 92% entre los años 1995 y 2010, cuando se excluyen los gastos de comercialización, frente al 71% de las gestoras independientes[14]. La evolución de la cuota de mercado de las cuatro mayores gestoras, que ha oscilado entre el 36,2% en 1995 y el 49,2% en 2010, con un máximo del 57,4% en 2003, confirma un grado elevado de concentración en la industria. Además, como se apunta posteriormente, la entrada de nuevas SGIIC en el mercado nacional ha sido reducida durante los años contemplados en la muestra. Con todo, cabe señalar que el nivel de competencia en España es comparable al de otros países de su entorno[15].

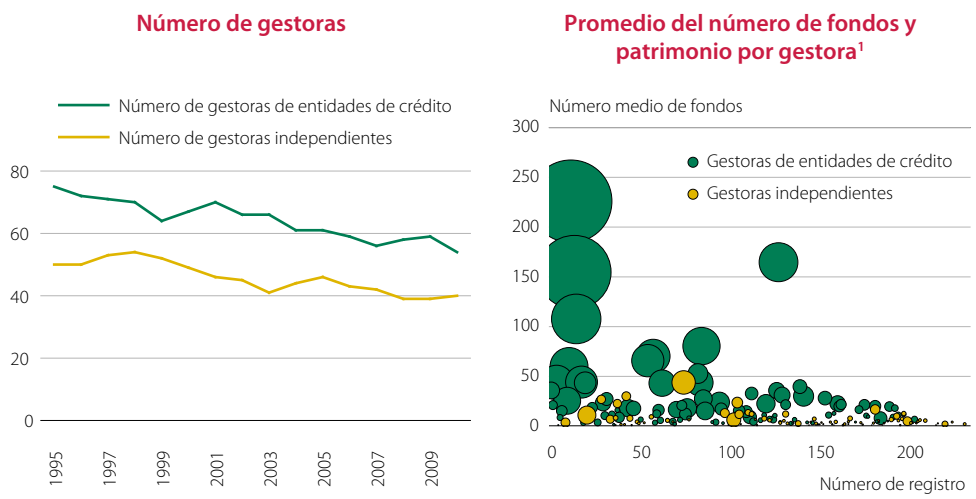
A pesar de que los datos agregados aportan información relevante sobre esta industria, hay que tener en cuenta que las gestoras de fondos de inversión son muy heterogéneas entre sí. De nuevo, resulta conveniente segmentar las gestoras entre

14 El margen de las gestoras se ha calculado en dos etapas. En la primera se han calculado los ingresos de la gestora menos los gastos. En la segunda etapa se ha dividido la resta anterior entre los ingresos de la gestora.

15 El poder de mercado del que disfrutan las SGIIC en España no es una característica que se observe solo para la industria de fondos española. Gruber, M. J. (1996). «Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds». *Journal of Finance*, vol. 64, pp. 2153-2183; y Korkeamaki, T. P. 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. 413-438, encontraron evidencia empírica para la industria de Estados Unidos y Finlandia de que existen economías de escala de las que no se benefician los inversores finales. En Ferreira y Ramos (2009), op. cit., se muestra para el año 2006 que el índice de Herfindahl para España es de 0,1, mientras que la media del índice para una muestra de países de la zona del euro es de 0,12 (los países considerados en la muestra son Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Italia, Holanda y Portugal).

las que pertenecen a grupos de entidades de crédito y las que realizan su labor de forma independiente. Como se observa en el gráfico 8, el número de sociedades gestoras independientes ha sido inferior de forma persistente al de gestoras de entidades de crédito, si bien ambos tipos de entidades han mostrado una tendencia descendente en el periodo considerado. Así, mientras que el número de las gestoras bancarias ha descendido desde 71 en 1995 hasta 55 en 2010, el número de gestoras independientes ha pasado de 54 a 39. En el promedio del periodo, estas últimas han representado un 42% del número total de SGIIC. Sin embargo, esta proporción es mucho más reducida en términos de patrimonio gestionado. En concreto, las gestoras independientes gestionaron entre 1995 y 2010 un patrimonio que osciló entre el 5% y el 8% del patrimonio total de los fondos de inversión. Estos datos reflejan que las gestoras independientes son entidades que poseen un tamaño sensiblemente menor que las gestoras de las entidades de crédito (véase gráfico 8).

Número y patrimonio gestionado por tipo de gestora GRÁFICO 8



Fuente: CNMV

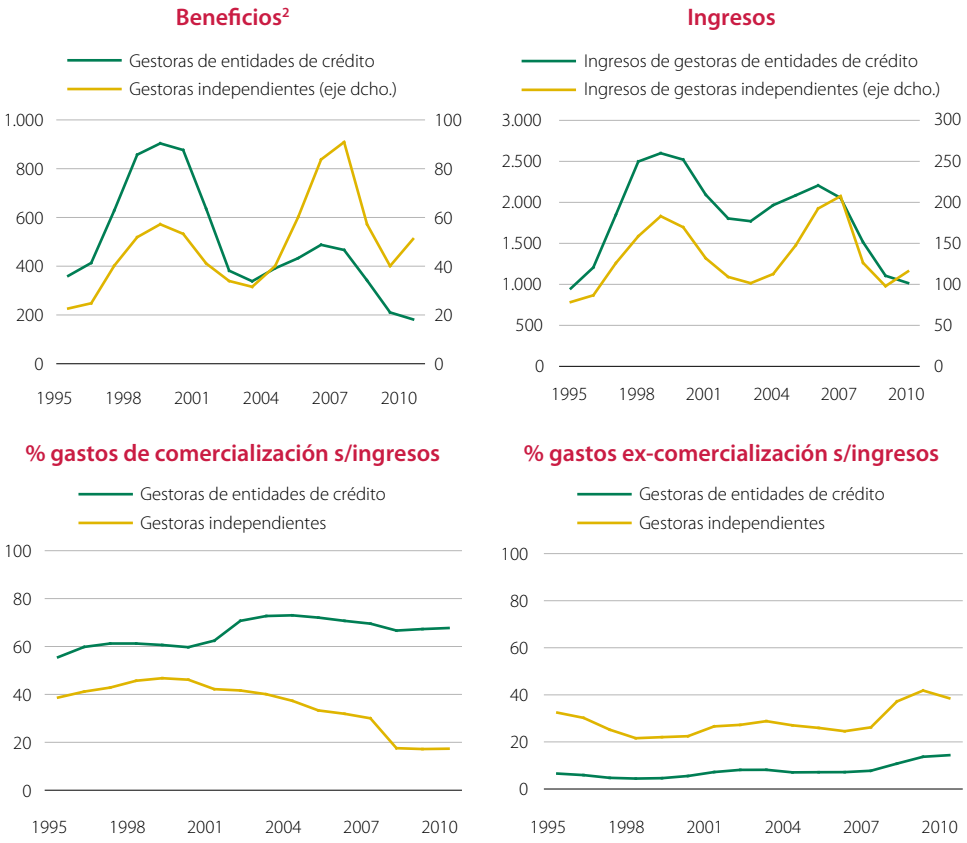
1 Cada burbuja representa una SGIIC. El eje vertical muestra el número medio de fondos gestionado por cada sociedad entre 1995 y 2010. El eje horizontal muestra el número de la SGIIC en el registro oficial de la CNMV. El tamaño de la burbuja representa su patrimonio medio gestionado.

En el gráfico 9 se puede observar la evolución de los beneficios de ambos tipos de gestoras, que ha sido divergente a lo largo del periodo de tiempo del estudio. Por un lado, las gestoras de las entidades de crédito obtuvieron un beneficio significativamente menor en el segundo ciclo alcista (2003-2007) respecto al primero en términos reales, mientras que los beneficios de las gestoras independientes aumentaron notablemente. Además, en los años recesivos, las gestoras bancarias han mostrado caídas de los beneficios más severas.

El comportamiento divergente de ambos tipos de entidades se debe, fundamentalmente, a que las gestoras independientes han reducido sus costes de comercialización desde más del 40% de sus ingresos hasta representar menos del 20% de los mismos. El hecho de que las gestoras independientes se hayan especializado a lo largo del periodo analizado en la gestión de fondos destinados a inversores mayoristas ha facilitado este descenso (véase gráfico 4).

La otra característica que diferencia a las gestoras independientes radica en el hecho de que los costes que soportan por gestionar sus fondos son sensiblemente mayores que los de las gestoras de las entidades de crédito. Las gestoras independientes están especializadas en fondos de renta variable, cuya gestión es más costosa, mientras que las gestoras de entidades de crédito están especializadas en fondos conservadores que, en general, son de mayor tamaño y pueden disfrutar de ciertas economías de escala.

Partidas de la cuenta de resultados[1] GRÁFICO 9



Fuente: CNMV. Datos hasta diciembre de 2010.

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

2 Beneficios antes de impuestos.

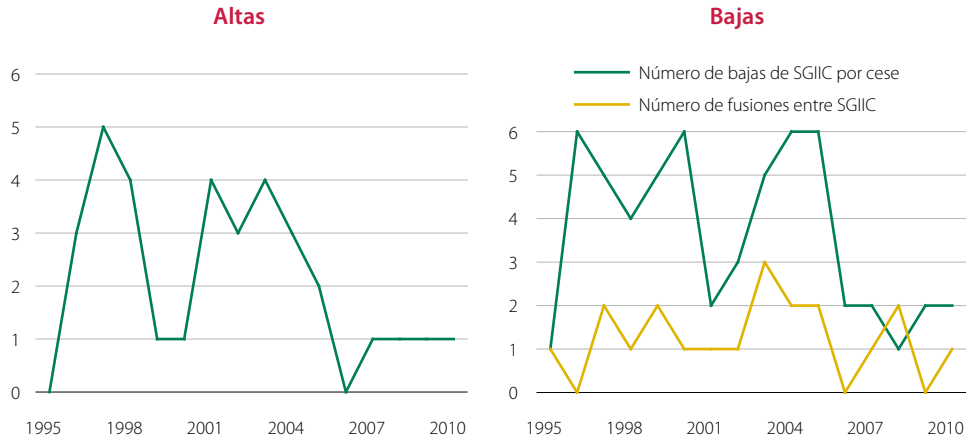
A pesar de las fuertes oscilaciones en el patrimonio de la industria a lo largo del tiempo, lo cierto es que el número de altas y bajas de sociedades gestoras ha sido escaso. A lo largo de la última crisis, por ejemplo, el patrimonio de los fondos en 2010 cayó hasta el 48,5% del existente en el año 2006 (a precios constantes), pero el número de gestoras operativas durante ese periodo descendió únicamente en ocho, lo que representa el 7,8% del total[16].

El número medio anual de SGIIC que comenzaron a operar en el periodo 1995-2010 fue de dos, mientras que el número de bajas se situó en cuatro. Estos datos confirman

16 El número total de gestoras registradas durante el periodo 2006-2010 aumentó en nueve, con lo que pasó de 114 en 2006 a 123 en 2010. Esto se debió a que durante este periodo se crearon varias gestoras con la intención de gestionar fondos de inversión libre.

el progresivo descenso en el número de gestoras operativas observado durante el periodo analizado. Una vez más, la distinción entre gestoras pertenecientes a entidades de crédito y gestoras independientes es relevante a la hora de analizar las bajas en el sector. En efecto, las bajas de las gestoras independientes suelen corresponderse con ceses debidos a la escasa rentabilidad de estas entidades. En cambio, un número significativo de bajas de SGIIC de entidades de crédito, normalmente las que involucran un volumen de patrimonio elevado, son consecuencia de fusiones y adquisiciones entre SGIIC. Hay que señalar que estas fusiones entre las SGIIC de entidades de crédito suelen ser el resultado de procesos de fusiones y adquisiciones entre las entidades de crédito que las poseen y no de la presencia de problemas de solvencia en este tipo de SGIIC o de consideraciones estratégicas asociadas exclusivamente a esta industria.

Número de altas y bajas de SGIIC operativas GRÁFICO 10



Fuente: CNMV

Durante los 16 años analizados, se produjeron 20 bajas de entidades por fusiones y adquisiciones y 58 bajas por cese como SGIIC. Así, 18 de las 20 fusiones se produjeron entre SGIIC que pertenecían a entidades de crédito[17]. En el caso de las 58 bajas por cese, 27 se debieron al cese de SGIIC independientes, 9 se debieron al cese de SGIIC pertenecientes a entidades de crédito extranjeras y el resto de ceses fueron de SGIIC pertenecientes a entidades de crédito españolas.

4 Conclusiones

Los fondos de inversión se cuentan entre los activos financieros más importantes de los mercados financieros domésticos, tanto por el volumen de recursos que aglutinan como por el elevado número de partícipes que invierte en estos productos. En

17 En el caso de las otras dos fusiones y adquisiciones, dos SGIIC independientes fueron adquiridas por una empresa de seguros y por una sociedad de valores. En el año 2011, se produjeron cinco fusiones entre SGIIC pertenecientes a entidades de crédito. Se espera que durante 2012 también haya un número notable de fusiones entre este tipo de gestoras como consecuencia de la reordenación que se está produciendo en el sector de las entidades de crédito en España.

España, en el periodo 1995-2010, la inversión en estos instrumentos representó en promedio un 25,5% del PIB y constituyó el 12,3% de los activos financieros que poseían los hogares españoles.

En la industria de los fondos de inversión en nuestro país se observa que la presencia de los partícipes minoristas es mayoritaria, con un 77,1%, en promedio del patrimonio total de los fondos de inversión entre 1995 y 2010 en manos de estos inversores. Otro rasgo básico de esta industria española de fondos es que la mayor parte de ellos y de su patrimonio son gestionados principalmente por SGIIC pertenecientes a entidades de crédito. Por último, en el promedio del periodo considerado, casi unas tres cuartas partes del patrimonio están invertidas en fondos que tienen un perfil conservador, similar al de los depósitos bancarios. Por tanto, se puede concluir que la mayor parte de la oferta de la industria española de fondos de inversión tiene características esencialmente conservadoras, que se dirige al inversor minorista y que procede de SGIIC pertenecientes a entidades de crédito.

En principio, atendiendo a las comisiones medias cargadas por las gestoras, no existe una clara evidencia que indique que las SGIIC de las entidades de crédito hayan aplicado mayores comisiones a sus fondos que las SGIIC independientes. Hasta el año 2006, los fondos gestionados por las SGIIC de entidades de crédito mostraban, en promedio, comisiones superiores a las de los fondos gestionados por SGIIC independientes, mientras que después de ese año fueron inferiores. Sin embargo, un análisis más pormenorizado de las comisiones que cada tipo de gestora aplicó a sus fondos dependiendo del perfil de los mismos, conservador o más arriesgado, o del público a los que van dirigidos, mayorista o minorista, revela que las gestoras de las entidades de crédito, en general, cargaron mayores comisiones en los fondos minoristas, mientras que en los fondos mayoristas las comisiones medias fueron relativamente parecidas entre ambos tipos de gestoras.

El hecho de que las SGIIC de las entidades de crédito puedan cargar mayores comisiones que las independientes para la mayoría de fondos no lleva aparejado, en general, que sus fondos logren mayores rendimientos de manera sistemática. Esta conclusión está en línea con otros trabajos recientes que han identificado una relación negativa entre las comisiones de gestión y depósito de los fondos y las rentabilidades netas que obtienen los participes[18].

El hecho de que los inversores decidan mayoritariamente adquirir fondos de inversión gestionados por SGIIC de entidades de crédito puede estar relacionado con las características del modelo de banca relacional dominante en nuestro país. Así, tanto los inversores minoristas como los inversores mayoristas de fondos, con frecuencia, aparecen vinculados a una única SGIIC, normalmente perteneciente a una entidad de crédito. Por ello, no es descartable que las SGIIC de las entidades de crédito no compitan por los clientes únicamente en términos de las comisiones cargadas, sino también en la variedad y cantidad de los fondos ofertados. De este modo, la fuerte vinculación entre la mayoría de los inversores en fondos de inversión y las entidades de

18 Véase Cambón, M. I. (2011). *Rentabilidad de los fondos de inversión españoles: un análisis de sus determinantes*. Documento de Trabajo nº 48 de la CNMV. Gil-Bazo, J. y Ruiz-Verdú, P. (2009). «The relation between price and performance in the mutual fund industry». *Journal of Finance*, vol. 64, pp. 2153-2183, obtienen resultados similares para el mercado de los fondos de renta variable en Estados Unidos.

crédito conllevaría, en definitiva, que la competencia y la entrada de nuevas SGIIC en este mercado se vea en cierto modo limitada. Así lo sugiere, por ejemplo, el hecho de que las cuatro mayores SGIIC hayan gestionado el 49,1% del patrimonio total en fondos de inversión y ofertado el 28,2% del número de fondos en el mercado en el periodo 1995-2010. No obstante, el mercado español de fondos no es una excepción en este apartado y el grado de competencia presente en la industria nacional es similar al de otros países de nuestro entorno como Francia, Alemania, Italia u Holanda.

Informe anual de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas del ejercicio 2010

Sara Ruiz de la Vega y Sergio Rodríguez Cuadrado (*)

(*) Sara Ruiz de la Vega y Sergio Rodríguez Cuadrado pertenecen al Departamento de Informes Financieros y Corporativos de la CNMV.

1 Introducción

El presente artículo ofrece una visión general de las principales tendencias en las prácticas de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas españolas. Para ello se ha analizado la información proporcionada por las sociedades en sus Informes Anuales de Gobierno Corporativo (IAGC) de los ejercicios 2004 a 2010[1].

En cuanto a la organización del artículo, en la sección 2 se analiza la información relativa a la estructura de la propiedad de las sociedades cotizadas y el grado de participación de los accionistas en las juntas generales. La sección 3 se centra en el funcionamiento y la composición del consejo de administración y la 4, de manera específica, en el papel y características de los consejeros independientes. La evolución de las retribuciones del consejo y la alta dirección se tratan en la sección 5. La sección 6 se refiere a la aplicación del principio de «cumplir o explicar», revisándose en la misma el grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado[2] y la calidad de las explicaciones proporcionadas por las sociedades cuando se apartan de ellas. El artículo finaliza con una sección de conclusiones.

2 Estructura de la propiedad y participación en la junta general

Uno de los principales aspectos que determinan las prácticas de gobierno corporativo de una sociedad es su estructura de la propiedad. En este sentido, los datos históricos muestran que el grado de participación de los accionistas en las juntas generales está directamente vinculado al tipo de accionista y la concentración de la propiedad.

En los IAGC, las sociedades deben identificar a aquellos accionistas con una participación igual o superior al 3% de los derechos de voto de la sociedad y a aquellos que, con un porcentaje inferior al 3%, tengan la posibilidad de votar 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 indicar cualquier participación que tengan en el capital de la sociedad.

Según los datos aportados en los IAGC, el capital social agregado de las 153 sociedades cotizadas españolas analizadas[3] (156 en 2009) ascendía a finales de 2010 a

1 CNMV (2004-2010). *Informes de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.*

2 CNMV (2006). *Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas.*

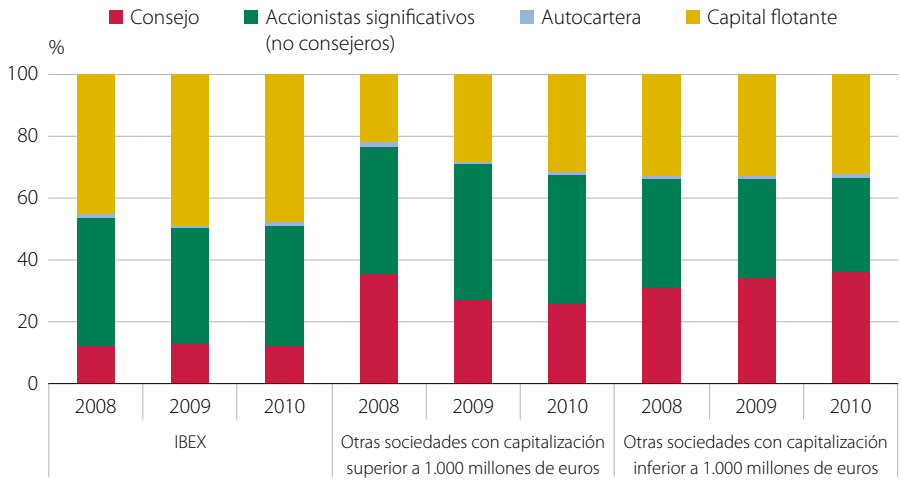
3 La muestra de sociedades analizadas que son objeto de este informe está compuesta por todas las compañías cotizadas a 31 de diciembre de 2010 para las que España es el Estado miembro de origen y que,

40.528 millones de euros, lo que supone un incremento del 9,9% respecto a 2009. Este aumento se debió a que 34 sociedades (diez del Ibex 35) incrementaron su capital en 4.206 millones de euros, frente a diez sociedades que lo disminuyeron por un total de 221,8 millones de euros. Al mismo tiempo, la capitalización bursátil de las sociedades cotizadas se redujo un 14,9% respecto al cierre del ejercicio precedente.

A nivel agregado, el promedio de la distribución del capital por tipología de accionistas se mantuvo durante 2010 sin cambios significativos con respecto al ejercicio 2009. El 33,4% del capital social (34,1% en 2009) estaba en manos de accionistas significativos no consejeros, mientras que el 29,7% (29% en 2009) pertenecía al consejo de administración, y el 1,3% (1,1% en 2009) correspondía a acciones propias. Así pues, el 35,6% restante (35,8% en 2009) puede considerarse como una aproximación del volumen de capital flotante.

En 43 sociedades (el 28,1% del total) existía alguna persona, física o jurídica, que poseía la mayoría de los derechos de voto o que ejercía o podía ejercer el control, frente a 49 compañías que estaban en estas situaciones en 2009 (31,4%).

Distribución porcentual del capital por grupos de capitalización GRÁFICO 1



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia. La clasificación corresponde a las sociedades pertenecientes al IBEX 35, y los dos últimos grupos distinguen las sociedades con capitalización mayor y menor a 1.000 millones de euros.

El gráfico 1 muestra la evolución de la distribución del capital, por grupos de capitalización bursátil[4], durante los ejercicios 2008, 2009 y 2010. El análisis de la información declarada por las compañías permite resaltar lo siguiente:

por tanto, presentan IAGC, excepto una sociedad, por tener ejercicio irregular, y dos sociedades, por no haber presentado el IAGC.

4 Los datos representan la media aritmética de la distribución del capital de las sociedades cotizadas, tomando como base de cálculo los porcentajes correspondientes para cada sociedad de las diferentes categorías incluidas en el gráfico. El porcentaje representativo de los accionistas significativos no consejeros se ha obtenido una vez deducidos los paquetes accionariales en poder de los miembros del consejo de administración.

I. Participaciones del consejo:

– La variación más significativa en el capital en 2010 se produjo en las sociedades con capitalización inferior a 1.000 millones de euros, cuyo capital disminuyó, en promedio, 1,8 puntos porcentuales durante ese ejercicio.

– En cuanto a la distribución del capital por tipología de consejero, el 30% de los dominicales poseían paquetes accionariales superiores al 3% del capital; en torno al 15% de los ejecutivos mantenían una participación superior al 10%, y superior al 50% en el caso del 5% de estos consejeros; y el 57% de los independientes declaraba tener participaciones, siendo el 80% de estas inferiores al 0,1%.

II. Accionistas significativos no consejeros:

– El porcentaje de capital en poder de accionistas significativos no consejeros (33,4% del capital) se repartía de la siguiente forma: un 4,6% correspondía a personas físicas residentes en España (5,1% en 2009); un 22,6%, a personas jurídicas residentes en España (23,7% en 2009); y el 6,2% restante, a inversores no residentes (5,4% en 2009).

– Un total de 33 compañías cotizadas (35 en 2009) eran accionistas significativos de 49 sociedades cotizadas (47 en 2009). Un total de cinco bancos cotizados participaban en 14 entidades (15 en 2009), mientras que 19 cajas de ahorro (24 en 2009) declaraban 77 participaciones significativas o relevantes en el capital de 51 sociedades (54 en 2009).

III. Autocartera[5]:

– La autocartera, al cierre del ejercicio 2010, aumentó en promedio en 0,2 puntos porcentuales con respecto al año anterior. Por sectores, los incrementos de autocartera más significativos se produjeron en las sociedades constructoras y las sociedades de cartera, que aumentaron, respectivamente, en 1 y 0,6 puntos porcentuales.

– Con respecto al año anterior, 64 sociedades (42 en 2009) incrementaron su autocartera y 31 la disminuyeron (49 en 2009). Un total de 58 sociedades la mantuvieron sin cambios (23 en 2009).

IV. Capital flotante:

– Se mantuvo sin variaciones relevantes respecto a ejercicios anteriores. No obstante, cabe destacar que el número de sociedades cuyo capital flotante era superior al 50% pasó de 40 en el año 2009 a 35 en 2010.

Por su parte, la participación de los accionistas de las sociedades cotizadas en las juntas generales celebradas en 2010 disminuyó respecto al ejercicio anterior en un punto porcentual, situándose en el 73,9% del capital social. Disminuyeron ligeramente los tres tipos de asistencia a las juntas (física, en representación y mediante

5 En el ejercicio 2010 se modificó el límite máximo legal de autocartera, que pasó del 5% al 10% del capital suscrito (Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio; artículo 509).

voto a distancia). Sin embargo, destaca el incremento en cuatro puntos porcentuales del número de sociedades cuya participación de accionistas se situó entre el 50% y el 75%, mientras que disminuyó en la misma proporción el número de sociedades con participación superior al 75%. El cuadro 1 refleja la participación de los accionistas en las juntas generales de las sociedades cotizadas, agrupadas por capitalización.

Participación de los accionistas en las juntas generales CUADRO 1

Nº de entidades	Total				Ibex 35				Más de 1.000 millones de euros				Menos de 1.000 millones de euros			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Participación < 50%	19	12	13	12	1	0	0	0	2	0	0	0	16	12	13	12
Participación entre 50% y 75%	67	63	57	63	23	18	18	21	13	3	3	3	31	42	36	39
Participación > 75%	87	89	86	79	11	17	16	14	23	12	11	11	53	60	59	53

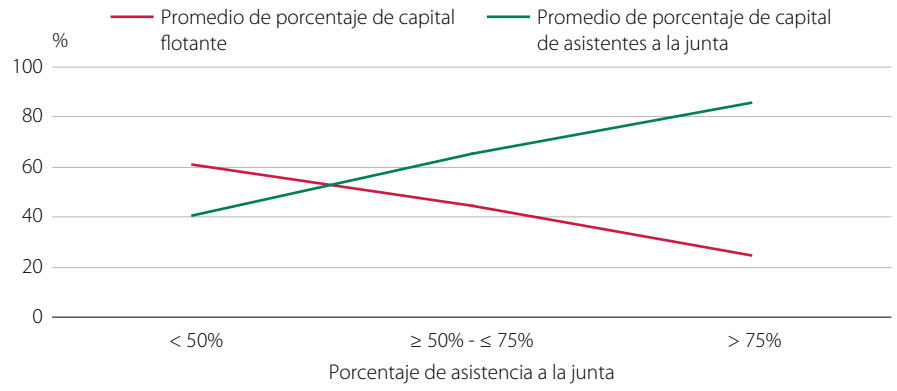
Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

A pesar de este descenso, es interesante destacar que el porcentaje de sociedades que facilitaron el voto a distancia aumentó de forma continuada desde el ejercicio 2008, pasando del 12,3% en ese año al 19,6% a finales de 2010.

Hay que mencionar que en los últimos años las compañías cotizadas han ido eliminando de sus estatutos los límites al ejercicio del derecho de voto –siendo nueve sociedades las que los mantenían en 2010–, al mismo tiempo que han ido adoptando medidas para favorecer la participación de los accionistas minoritarios en la junta general. No obstante, como en años anteriores, tal y como refleja el gráfico 2, la existencia de un mayor porcentaje de accionistas con participaciones no significativas o de control se tradujo en una menor participación en las juntas durante el ejercicio 2010.

A continuación se relacionan los datos medios de asistencia a las juntas generales de accionistas, así como de capital flotante de las sociedades cotizadas españolas, para cada uno de los tramos de porcentaje de participación analizados en las juntas celebradas en el ejercicio 2010:

Asistencia a juntas de accionistas. Porcentaje representado y capital flotante GRÁFICO 2



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

3 Estructura y funcionamiento de la administración de la sociedad

El Código Unificado indica que, para conseguir los objetivos generales de los consejos de administración, de diseño de la estrategia general, supervisión de las actividades desarrolladas por los ejecutivos de la compañía y enlace con los accionistas, el tamaño del consejo tiene que amoldarse a las necesidades de cada sociedad, si bien recomienda que el número de miembros se sitúe entre cinco y quince (recomendación 9).

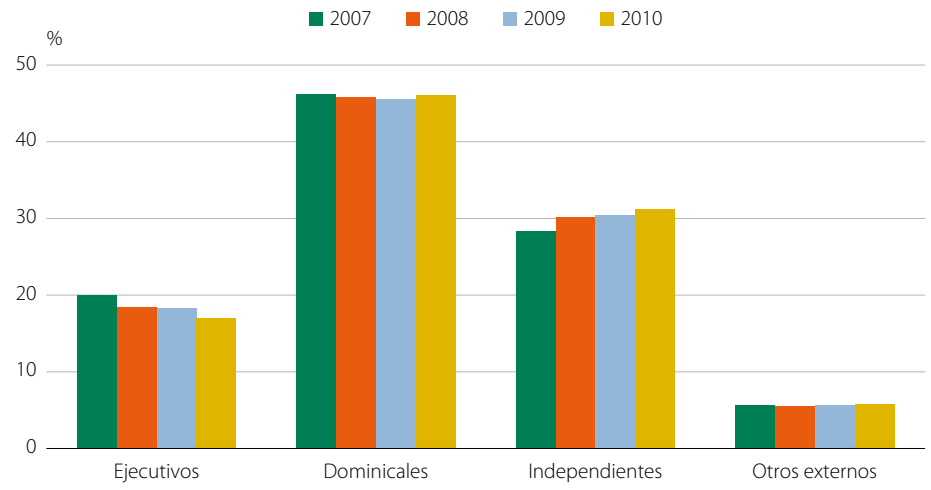
En 2010, el 85,6% (85,3% en 2009) de las sociedades cumplían con lo recomendado en el Código Unificado. Estos datos suponen una cierta continuidad de la tendencia creciente mostrada por esta recomendación en cuanto al grado de seguimiento, que en los últimos años siempre ha sido superior al 80%. Así, desde el ejercicio 2007 se ha incrementado el cumplimiento en 3,5 puntos porcentuales.

El tamaño medio del consejo en 2010 se situó en 10,4 miembros (14,3 en las sociedades del Ibex 35), variando entre un mínimo de tres y un máximo de 23. Como en ejercicios precedentes, los consejos con más de 15 miembros se concentraban mayoritariamente en sociedades del Ibex 35.

En relación con la tipología de los consejeros, el 17% (18,3% en 2009) eran ejecutivos; el 46,1% (45,6% en 2009), dominicales; el 31,2% (30,5% en 2009), independientes; y un 5,8% (5,6% en 2009) estaban clasificados como otros externos.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución de la tipología de los consejeros de 2007 a 2010.

Composición del consejo por tipología GRÁFICO 3



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

Resulta interesante destacar que, desde 2007, el porcentaje de representación de consejeros ejecutivos muestra una continua tendencia decreciente (20% en 2007, frente a un 17% en 2010). Justamente lo contrario ocurre en el caso de los consejeros

independientes[6], cuya evolución es creciente y que han pasado del 28,3% en 2007 al 31,2% en 2010. Las otras dos categorías permanecen prácticamente estables.

Los datos también revelan que el papel de los consejeros externos (dominicales, independientes y otros externos) cobra cada vez mayor relevancia. Así, el porcentaje medio de consejeros externos en 2010 se situó en el 83,1% (81,7% en 2009). Además, al igual que en 2009, únicamente diez sociedades –ninguna perteneciente al Ibex 35– carecían de una presencia mayoritaria de consejeros externos en sus consejos.

En relación con el funcionamiento del consejo de administración, es necesario hacer mención a las comisiones delegadas. En 2010, todas las sociedades contaban con un comité de auditoría, que es la única de las comisiones de obligatoria constitución[7], y en un 86,9% existía una comisión de nombramientos y retribuciones (84,6% en 2009). El 39,2% de las sociedades (38,5% en 2009) tenían establecida una comisión delegada con funciones ejecutivas.

Otro aspecto que destacar de la estructura de los consejos es la escasa presencia femenina en los mismos. En concreto, el porcentaje de mujeres en los consejos se mantuvo estable: 9,9% en 2010 frente al 9,2% en 2009, alcanzando el 10,6% en las sociedades del Ibex 35 (10,2% en 2009). En el cuadro 2 se observa la evolución del porcentaje de consejeras y de sociedades con mujeres en sus consejos, desde 2007 hasta 2010.

Presencia de mujeres en los consejos CUADRO 2

	% consejeras sobre el total				% sociedades con consejeras sobre el total			
	2007	**2008**	**2009**	**2010**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**
Ibex 35	6,0	8,7	10,2	10,6	60,0	74,3	79,4	82,9
Sociedades con capitalización superior a 1.000 millones de euros	8,0	6,6	8,4	10,9	47,4	46,7	42,9	64,3
Sociedades con capitalización inferior a 1.000 millones de euros	8,3	7,1	8,8	9,4	49,5	48,2	53,7	57,7
TOTAL	**7,5**	**8,1**	**9,2**	**9,9**	**51,4**	**53,7**	**58,3**	**64,1**

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

El Código Unificado considera que lograr una adecuada diversidad de género en los consejos no solo constituye un desafío en el plano de la ética y la responsabilidad social corporativa, sino que también es un objetivo de eficiencia que las sociedades cotizadas deben plantearse. Asimismo, recomienda que las sociedades donde exista escasa presencia de mujeres en el consejo hagan un esfuerzo deliberado por buscar posibles candidatas cada vez que deba cubrirse una vacante (recomendación 15).

6 Para mayor detalle, véase la sección 4 del presente artículo.

7 Requisito obligatorio según la disposición adicional decimoctava de la Ley del Mercado de Valores.

El grado de seguimiento de dicha recomendación, a pesar de haber aumentado 9,4 puntos porcentuales a lo largo del periodo 2007-2010, sigue siendo 33 puntos porcentuales inferior a la media de seguimiento del total de recomendaciones del Código. En concreto, el 32,9% de las sociedades donde la presencia de mujeres es escasa o nula declaran que no han adoptado medidas para corregir este hecho. Mejorar esta situación supone uno de los principales retos en cuanto a gobierno corporativo de las sociedades cotizadas españolas.

No obstante, hay que aclarar que esta situación no afecta solo a las compañías españolas. A nivel europeo, la OCDE[8] y la Comisión Europea están trabajando para fomentar la diversidad de género. Los Estados Miembros del Comité de Gobierno Corporativo de la OCDE han respondido a un formulario orientado a conocer, entre otros aspectos, la situación nacional de las mujeres en las sociedades cotizadas y en sus consejos. Dicha información servirá como un factor adicional en los análisis de dicho organismo y contribuirá a la iniciativa de género horizontal de la OCDE sobre la mujer en los negocios.

Por su parte, el Libro Verde de la Comisión Europea recoge de manera literal que «más diversidad genera más debate, más supervisión y más oposición en la sala de juntas. El resultado pueden ser mejores decisiones, aunque se tarde más tiempo en llegar a ellas[9]». Dentro del concepto de «diversidad» en los consejos, el Libro Verde distingue tres tipos de perfiles no vinculados a la calificación del consejero: diversidad profesional, internacional y de género. Asimismo, el Libro Verde señala que «promover la presencia de mujeres en los consejos tiene un efecto positivo incuestionable: contribuye a aumentar el talento común de que dispone una empresa para sus funciones superiores de dirección y supervisión». Por ello, la Comisión Europea estudiará en el plazo de cinco años, «iniciativas específicas para mejorar el equilibrio entre los sexos en la toma de decisiones».

4 Los consejeros independientes

El papel de los consejeros independientes, y su creciente importancia tanto en los consejos de administración como en las comisiones delegadas de las sociedades cotizadas españolas, merece un capítulo específico en el presente artículo, que recoja sus principales características, rasgos y evolución.

Los consejeros independientes son aquellos que, designados en atención a sus condiciones personales y profesionales, pueden desempeñar sus funciones sin verse condicionados por relaciones con la sociedad, sus accionistas significativos o sus directivos.

Como ya se ha comentado, el porcentaje de consejeros independientes en 2010 se situó en el 31,2% (40,2% en las sociedades del Ibex 35), mostrando una evolución creciente continuada desde 2007 (28,3%). El Código Unificado recomienda que el

8 OCDE (2011- 2012). *Gender Initiative*. Disponible en www.oecd.org/gender/equality.

9 Comisión Europea (2011). *Libro Verde, la normativa de gobierno corporativo de la UE.*

número de consejeros independientes represente, al menos, un tercio de los miembros del consejo (recomendación 13), por lo que, a nivel agregado, la proporción de consejeros independientes a finales de 2010 se situaba ligeramente por debajo de lo recomendado.

Sin embargo, es importante subrayar que el promedio de capital flotante en España –que, como ya se ha comentado, se mantiene prácticamente constante– se situó en 2010 en el 35,6%. Teniendo en cuenta este dato, la proporción de consejeros independientes se encontraba entonces muy cerca de la proporción de capital en manos de accionistas no significativos o de consejeros.

El cuadro 3 muestra la evolución entre 2007 y 2010 del porcentaje de consejeros independientes y del porcentaje de sociedades que cuentan en sus consejos con más de un tercio de consejeros adscritos a dicha categoría.

Porcentaje de representación de los consejeros independientes CUADRO 3

	% independientes				% sociedades con más de 1/3 independientes			
	2007	**2008**	**2009**	**2010**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**
TOTAL	28,3	30,2	30,5	31,2	38,2	45,7	44,9	50,3

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

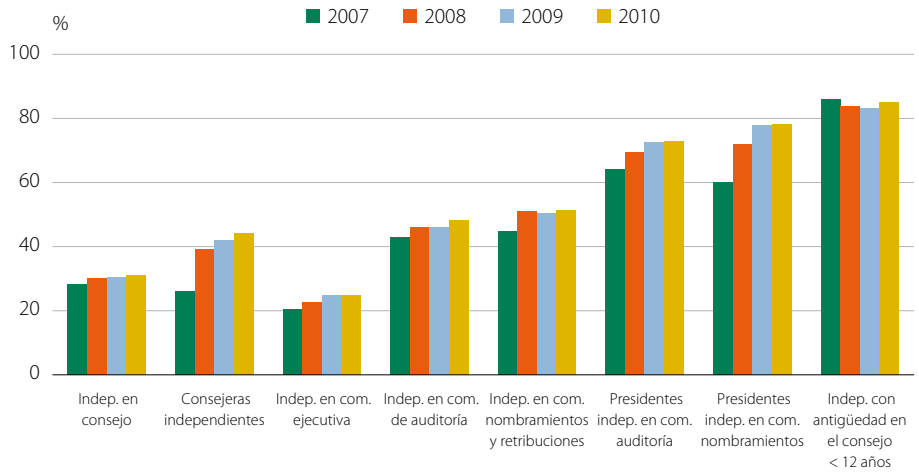
Profundizando en los cargos que desempeñan los consejeros independientes, tan solo el 5,2% de los presidentes de consejo pertenecen a la categoría de independientes (5,8% en 2009). Dicho cargo sigue estando mayoritariamente ocupado por consejeros ejecutivos (67,3%). En el caso de los vicepresidentes, el porcentaje de independientes aumenta hasta el 20,6% (20,3% en 2009).

Respecto a las comisiones delegadas del consejo, se mantiene el porcentaje de sociedades con un presidente independiente en el comité de auditoría y en la comisión de nombramientos: 72,8% y 78,1% en 2010, frente al 72,7% y 78% en 2009, respectivamente.

Resulta destacable que, al igual que en años anteriores, la presencia de consejeros independientes en el comité de auditoría (48,2%) y en la comisión de nombramientos y retribuciones (51,1%) es superior a la del consejo (31,2%). Sin embargo, y pese a que el Código Unificado recomienda que cuando exista una comisión delegada la estructura de participación de las diferentes categorías de consejeros sea similar a la del propio consejo (recomendación 42), la presencia de independientes en esta comisión (24,9%) es inferior a su representación en el consejo (31,2%).

El gráfico 4 refleja la evolución de los principales parámetros indicativos de la presencia de consejeros independientes en los órganos de gobierno de las sociedades cotizadas. Entre ellos, destaca el aumento continuado durante todo el periodo considerado de independientes en los comités de auditoría y en las comisiones de nombramientos y retribuciones.

Porcentaje de consejeros independientes en los órganos de gobierno GRÁFICO 4



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

Por último, a finales de 2010 había aumentado el porcentaje de consejeros independientes cuya antigüedad superaba el máximo de 12 años que recomienda el Código Unificado (recomendación 29). El 34,4% de las sociedades declaraban no seguir dicha recomendación. En concreto, el 15% de los consejeros independientes habían permanecido en su cargo por un periodo superior a 12 años.

5 Remuneraciones del consejo y la alta dirección

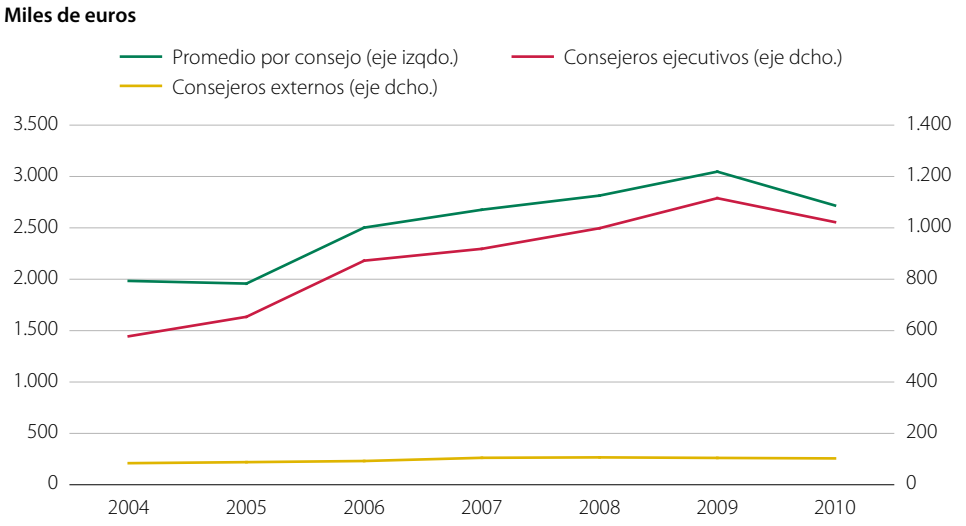
El IAGC debe contener información agregada sobre la remuneración devengada por el consejo de administración[10]. Las sociedades detallan ciertos conceptos tales como retribución fija, variable, dietas, atenciones estatutarias, instrumentos financieros sobre acciones y otros beneficios sociales. Además, el IAGC incluye la remuneración total por tipología de consejero devengada en la sociedad y su grupo. Respecto a la alta dirección, la sociedad debe identificar los miembros que no sean a su vez consejeros ejecutivos e indicar la cifra de remuneración total devengada a su favor durante el ejercicio.

El gráfico 5 muestra la evolución de la retribución media por consejo, por consejero ejecutivo y por consejero externo de las sociedades cotizadas para el periodo 2004-2010.

10 Adicionalmente a la información sobre retribuciones recogida en los IAGC, la Ley de Economía Sostenible modificó la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, introduciendo un nuevo artículo (61 ter), sobre la obligación de elaborar un informe anual de remuneraciones de consejeros, que deberá ser difundido y sometido a votación, con carácter consultivo y como punto separado del orden del día, a la junta general de accionistas. Esta obligación comienza para los informes relativos al ejercicio 2011, que se presentan en 2012.

Evolución de la remuneración

GRÁFICO 5

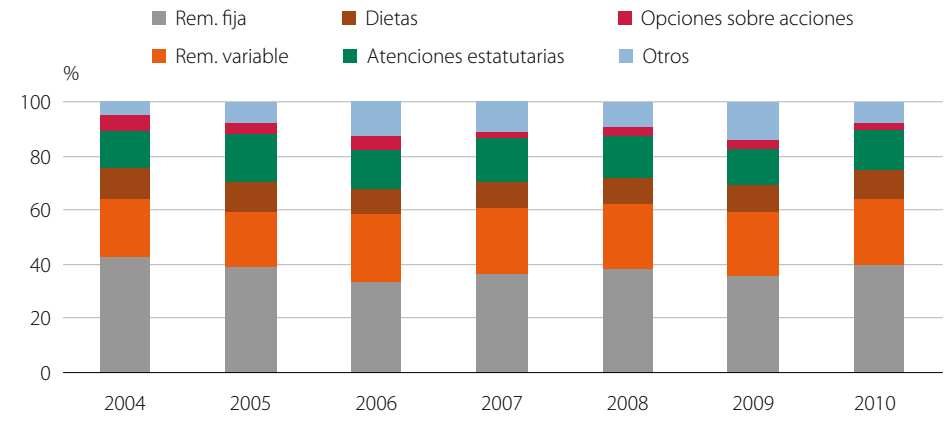


Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

La retribución media devengada por consejo en el ejercicio 2010 ascendió a 2,7 millones de euros, lo que supone un 10,8% menos respecto al ejercicio 2009 y un incremento del 37% con respecto al ejercicio 2004. Esto conllevó un cambio en la tendencia creciente de los últimos cinco años, que vino explicado, fundamentalmente, por una disminución significativa en las indemnizaciones por cese –reflejada principalmente por el menor peso del conjunto de «Otras remuneraciones»–, dado que en el ejercicio 2009 una sociedad pagó 29,7 millones de euros por dicho concepto. Si se descontase el efecto de esta indemnización, la disminución media por consejo y consejero con respecto al año anterior se habría situado en torno al 4,8%.

Remuneración del consejo distribuida por conceptos

GRÁFICO 6



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

El gráfico 6 muestra en términos agregados la estructura retributiva de los consejeros. A partir de estos datos, es destacable el cambio de tendencia en la importancia relativa de los componentes fijos de la remuneración durante 2010, que aumentó hasta el 40%, cifra que no se superaba desde 2004, en detrimento de los componentes variables.

Por otra parte, en el ejercicio 2010, el número de miembros de la alta dirección ascendió a 1.164 (1.264 en 2009) y su retribución media se situó en 454.713 euros, lo que representa un incremento del 9,1% sobre el año anterior. Este incremento se explica, en gran medida, porque los altos directivos de una sociedad del Ibex 35 recibieron, en promedio, 6,8 millones de euros derivados de planes retributivos no recurrentes materializados en 2010. La retribución otorgada por esta sociedad supuso un 10% del importe agregado devengado por la alta dirección.

Cabe destacar que en 2010 un total de 86 sociedades (84 en 2009) declararon tener constituidas cláusulas de blindaje a favor de 453 directivos (251 del Ibex 35), lo que supone una reducción de 33 directivos con dichas cláusulas con respecto a 2009.

En relación con las retribuciones de los consejeros, además de los datos presentados anteriormente, el IAGC también recoge información cualitativa sobre el seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado. Entre otras, destacan las relacionadas con el papel de la comisión de retribuciones y con la transparencia y fijación de los sistemas retributivos. Así, la categoría de recomendaciones relativas a las retribuciones es la que ha experimentado un mayor incremento en su seguimiento en el ejercicio 2010, siendo este del 4,5%. En concreto, el incremento más importante se produjo en las recomendaciones relativas al régimen de aprobación y transparencia de las retribuciones de los consejeros, cuyo seguimiento se situó en el 65,3%, frente al 62,9% en 2009. Si bien es cierto que, como en ejercicios anteriores, estas son las recomendaciones menos seguidas.

Las dos únicas recomendaciones del Código que fueron seguidas por menos de un tercio de las sociedades cotizadas en el ejercicio 2010 fueron las referidas a la transparencia de las retribuciones de los consejeros. En particular, la recomendación 40 –que el consejo someta a la junta un informe sobre la política de retribuciones de los consejeros– y la 41 –que en la memoria se detallen las retribuciones individuales– fueron seguidas por el 27,3% y el 31,8% de las sociedades, respectivamente (21,2% y 28,2% en 2009).

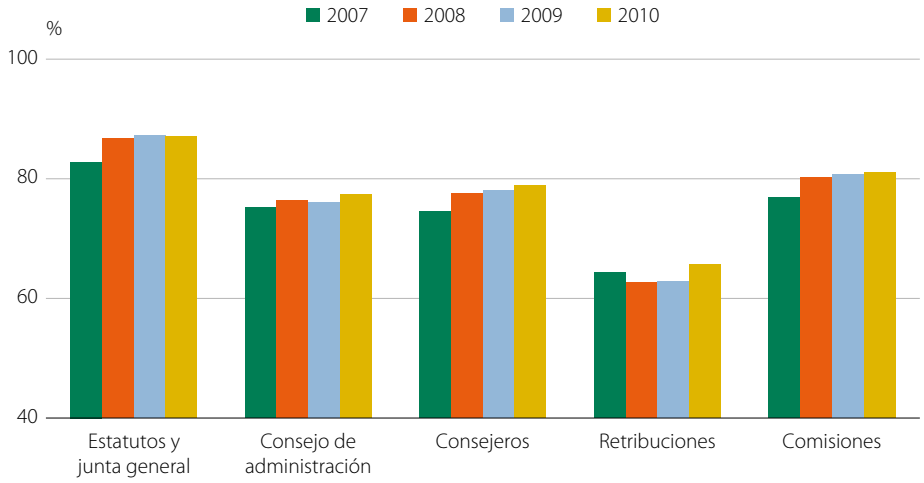
Algunas sociedades que no cumplían estas recomendaciones previamente optaron por incorporar estas prácticas durante el ejercicio. Así, el número de sociedades que detallaban las retribuciones individuales de los consejeros pasó de 33 compañías en 2009 a 42 en 2010. También se incrementó, de 44 a 49, el número de compañías que sometían a la junta, como punto del orden del día y con carácter consultivo, un informe sobre la política de retribuciones.

6 Aplicación del principio de «cumplir o explicar»: grado de seguimiento de las recomendaciones 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 –indicando si las cumplen total o parcialmente o si no siguen cada una de ellas– y explicar, en su caso, las prácticas o criterios por los que se apartan de las recomendaciones.

En el gráfico 7 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 2010.

Seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado GRÁFICO 7



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

Las conclusiones alcanzadas sobre la información declarada en los IAGC son:

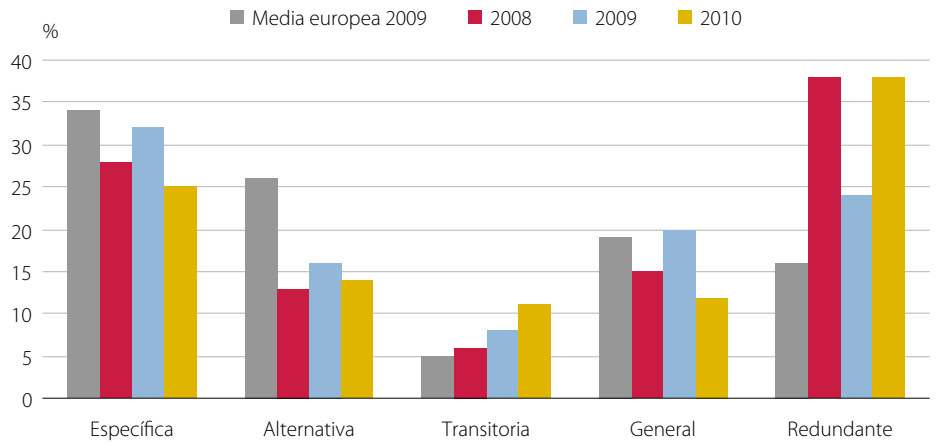
– El grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado en 2010 fue alto y se incrementó –casi un punto porcentual– con respecto al ejercicio 2009, con un promedio de cumplimiento del 78,1% (77,3% en 2009). El cumplimiento parcial se redujo, con lo que pasó de un 9,5% en 2009 a un 8,9% en 2010. Por tanto, a nivel agregado, el 13% de las recomendaciones no se seguían ni siquiera de forma parcial.

– Un total de 33 sociedades –21,4% del total– cumplían más del 90% de las recomendaciones del Código Unificado; dentro de este grupo, tres declaraban cumplir el 100% de las recomendaciones. Por el contrario, el 7,1% de las sociedades cotizadas registraban un grado de seguimiento de las recomendaciones inferior al 50%.

– El 44,2% de las sociedades cotizadas declaraban cumplir un porcentaje del Código Unificado superior al del ejercicio 2009.

Por otra parte, desde la entrada en vigor de la Ley de Transparencia en 2003, la Ley del Mercado de Valores exige que las sociedades españolas cotizadas incluyan en sus IAGC información sobre el grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo o, en su caso, una explicación sobre la falta de seguimiento, con el objetivo de que los accionistas, los inversores y los mercados en general puedan juzgar los motivos que justifiquen su proceder cuando se aparten de lo recomendado en el Código.

Clasificación de explicaciones, en porcentaje sobre muestra analizada GRÁFICO 8



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

En 2010, y por tercer año consecutivo, la CNMV analizó una muestra de las explicaciones ofrecidas en los IAGC por las sociedades cotizadas españolas. Las recomendaciones seleccionadas son las diez que presentan un menor índice de seguimiento[11], y los principales resultados obtenidos, que muestran una evolución desde 2008, así como una comparación con la media europea de 2009[12], están reflejados en el gráfico 8. Las categorías en las que se clasifican las respuestas analizadas se definen a continuación. Adicionalmente, con el objetivo de clarificar dicha tipología, se acompaña un ejemplo de cada clase para la recomendación 9 («que el consejo tenga la dimensión precisa para lograr un funcionamiento eficaz y participativo, lo que hace aconsejable que su tamaño no sea inferior a cinco ni superior a quince miembros»).

– Redundantes: Reiteran el hecho del incumplimiento o solo indican la existencia de una desviación respecto de la recomendación.

  Ejemplo: El número de consejeros es cuatro, lo que está por debajo del rango indicado en la recomendación.

– Alternativas: No explican las causas de que exista incumplimiento, pero incluyen información adicional específica sobre procedimientos o actuaciones de la sociedad que se pueden considerar alternativas a lo recomendado por el Código Unificado, porque persiguen el mismo fin.

  Ejemplo: Si bien la sociedad cuenta con más consejeros de los que recomienda el Código, con el objetivo de garantizar un funcionamiento eficaz de su consejo, este dispone de un procedimiento detallado, minucioso y específico que todos los consejeros conocen y ponen en práctica en cada una de las reuniones del consejo.

11 Recomendaciones 12, 13, 15, 29, 36, 40, 41, 47, 48 y 54 del Código Unificado.

12 Risk Metrics Group (2009). *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*. Informe para la Comisión Europea, disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm

– Generales: Motivan, de forma genérica, un desacuerdo con la recomendación y no desarrollan una explicación específica para la sociedad en concreto.

  Ejemplo: El número de miembros supera los 15 consejeros porque la sociedad considera que este hecho no influye en el funcionamiento del consejo.

– Transitorias: La sociedad declara el compromiso de adoptar las medidas necesarias para cumplir la recomendación en el futuro.

  Ejemplo: La sociedad cuenta con un miembro más de lo recogido en esta recomendación. Con el objetivo de adaptarse a la misma, tras producirse el cese de dos de los consejeros el próximo marzo (por superar el máximo estatutario), no se cubrirán dichas vacantes.

– Específicas: Informan sobre una situación específica de la sociedad y explican los motivos por los que esta circunstancia les impide seguir la recomendación.

  Ejemplo: El número de miembros del consejo supera lo establecido en la recomendación, porque dadas las dimensiones de la sociedad, los diferentes ámbitos en los que actúa, y los numerosos y distintos mercados en los que está presente, la sociedad lo considera necesario para una mejor gestión de la misma.

En relación con la calidad de las explicaciones de la muestra analizada, tal como muestra el gráfico 8, en 2010 se produce un notable empeoramiento de la misma. Este se refleja en el aumento de las respuestas redundantes en catorce puntos porcentuales y en el descenso de las explicaciones específicas en siete puntos porcentuales.

7 Conclusiones

En el ejercicio 2010, se mantuvo la tendencia iniciada en 2007 de notable mejora en el grado de adopción de las recomendaciones del Código Unificado por parte de las sociedades cotizadas españolas. Aunque en general fueron las menos seguidas, las recomendaciones relativas a las retribuciones de los consejeros fueron las que experimentaron el mayor incremento en su grado de seguimiento (2,4 puntos porcentuales de 2009 a 2010).

Si bien se observaron algunos progresos respecto a ejercicios anteriores en determinadas prácticas de gobierno corporativo, la calidad de las explicaciones sobre la falta de seguimiento de las recomendaciones requiere un mayor esfuerzo por parte de las sociedades cotizadas. En efecto, en 2010 se produjo un notable empeoramiento de dichas explicaciones, que rompió con la tendencia de mejora de los últimos ejercicios. Esta situación debe revertirse mediante un mayor esfuerzo por parte de las sociedades, que deben elaborar mejores respuestas que permitan a los accionistas e inversores y al mercado en general juzgar los motivos de las sociedades cuando se apartan de lo recomendado en el Código Unificado.

Conviene destacar la creciente relevancia del papel desempeñado por los denominados *proxy advisors* (consultores sobre ejercicio del derecho de voto en las juntas

generales), que asesoran a los mayores inversores institucionales a nivel internacional. En la medida en que mejore la calidad de la información, mejorará el conocimiento y comprensión de las prácticas de gobierno corporativo de cada sociedad en su contexto y se facilitará el ejercicio del voto que la Comisión Europea denomina en sus recomendaciones como «responsable».

Otro de los aspectos a mejorar es la participación femenina en los consejos de las sociedades cotizadas, dado que únicamente se ha incrementado en 1,8 puntos porcentuales en el periodo 2007-2010. En este ámbito, la Comisión Europea se ha comprometido a estudiar, en un plazo de cinco años, iniciativas específicas para mejorar el equilibrio entre los sexos en la toma de decisiones[13].

Por otra parte, el papel de los consejeros externos cobró mayor importancia durante el ejercicio 2010, al aumentar su presencia en 1,4 puntos porcentuales con respecto al año precedente. En concreto, el porcentaje de consejeros independientes aumentó 0,7 puntos porcentuales en 2010. Este último dato permitió mantener la tendencia creciente experimentada desde 2007, que ha pasado a lo largo de estos tres años del 28,3% al 31,2%. Asimismo, destaca el aumento de independientes en los comités de auditoría y en las comisiones de nombramientos y retribuciones.

Por último, en relación a las juntas generales, en 2010 destacó que el promedio de participación en las mismas fue superior al 70%, si bien se observó una relación inversa entre el capital flotante de la sociedad y la participación de los accionistas en las juntas. La entrada en vigor de las obligaciones recogidas en la Ley de Sociedades de Capital, tales como la habilitación de un Foro Electrónico de Accionistas en la página web de la sociedad, puede dar lugar a cambios sustanciales en estos datos de participación en futuros ejercicios.

13 Comisión Europea (2011), op. cit.

III Novedades regulatorias

Informe sobre las auditorías de instituciones de inversión colectiva correspondientes al ejercicio 2010

Gema Pedrón Fernández (*)

(*) Gema Pedrón Fernández pertenece a la Dirección de Supervisión de la CNMV.

1 Introducción

Este artículo recoge los aspectos más relevantes de los informes de auditoría correspondientes a las cuentas anuales del ejercicio 2010 de las instituciones de inversión colectiva (IIC) registradas en España, así como las actuaciones de supervisión realizadas por la CNMV en relación con dichas cuentas. La CNMV publica anualmente un informe sobre su actuación supervisora respecto a las cuentas anuales de las entidades cotizadas. Por idénticas razones de transparencia, también se considera conveniente la difusión de una información similar referida a las IIC.

La revisión de las cuentas anuales de las instituciones de inversión colectiva constituye una importante herramienta de supervisión, articulada sobre tres ejes. En primer lugar, posibilita el contraste de la información contenida en las cuentas anuales auditadas con la de los estados de información reservada remitida mensualmente a la CNMV. Mediante estos estados, la CNMV supervisa la fiabilidad de la información utilizada para el cálculo de los valores liquidativos aplicados a las suscripciones y reembolsos de las participaciones y acciones emitidos por estos vehículos de inversión[1]. El análisis de las cuentas anuales auditadas permite comprobar la exactitud y fiabilidad de esta información reservada. En segundo lugar, se examinan todas las reservas o salvedades puestas de manifiesto en la opinión del auditor, así como aquellas incertidumbres destacadas en los párrafos de énfasis. Por último, se revisa el contenido de la memoria de aquellas IIC en las que exista alguna circunstancia que pueda tener incidencia en el devenir de la institución.

Asimismo, los informes de auditoría y las cuentas anuales de las IIC son un componente imprescindible de los documentos informativos de estas instituciones. De forma actualizada y pública permiten, junto al resto de documentos, que puedan conocerse todas las circunstancias susceptibles de influir en el valor del patrimonio y las perspectivas de la institución, así como los riesgos existentes. A estos efectos, la normativa exige que en la página web de la sociedad gestora se publiquen las versiones últimas de dichos documentos.

El artículo se estructura de la siguiente forma. En la sección 2 se analiza la evolución del número de auditorías de IIC con opinión favorable, salvedades y párrafos de énfasis durante los últimos cinco años y se describe la distribución de las auditorías entre las firmas del sector. La sección 3 presenta el contenido de las salvedades y de los hechos destacados en los párrafos de énfasis de los informes de auditoría de las

1 El valor liquidativo se calcula como cociente entre el valor de patrimonio del fondo y el número de participaciones en circulación. El valor del patrimonio se calcula a partir de la información de los estados financieros del día de referencia. Su cálculo es, en la mayoría de los casos, obligatoriamente diario. En los estados reservados mensuales, se exige información sobre dicho cálculo referida a cada uno de los días del mes en los que la IIC ha calculado un valor liquidativo.

IIC correspondientes al ejercicio 2010. La sección 4 relaciona las actuaciones supervisoras de la CNMV respecto a los informes de auditoría. El artículo se cierra con la sección 5, donde se presentan conclusiones y perspectivas.

2 Evolución de las opiniones de las auditorías de IIC

El artículo 17 de la Ley 31/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 35/2003, de Instituciones de Inversión Colectiva (LIIC), establece las obligaciones de información pública de las IIC. En virtud de lo recogido en este artículo, las IIC deben publicar un informe anual, semestral y trimestral, con el fin de que sean públicamente conocidas, de forma actualizada, las circunstancias que puedan influir en la apreciación del valor del patrimonio y las perspectivas de la institución. El informe anual comprende las cuentas anuales, el informe de gestión y el informe de auditoría de cuentas. Las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) y las sociedades de inversión deben presentar a la CNMV, dentro de los cuatro primeros meses de cada ejercicio, las cuentas anuales del ejercicio anterior acompañadas por sus correspondientes informes de auditoría, según lo recogido en el artículo 31 del Reglamento que desarrolla la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (RIIC).

El informe de auditoría de cuentas anuales debe contener una opinión técnica, que recogerá de forma clara y precisa la opinión del auditor en cuanto a si las cuentas anuales ofrecen una imagen fiel del patrimonio, la situación financiera y los resultados de la entidad auditada. Cuando no existan reservas, la opinión del auditor será favorable. Por el contrario, cuando existan reservas, el auditor deberá poner de manifiesto todas ellas en el informe y la opinión será con salvedades, desfavorable o denegada. Las salvedades, a su vez, pueden ser de dos tipos: excepciones y limitaciones al alcance. Las excepciones se originan por errores o incumplimientos de principios y normas contables generalmente aceptables, mientras que las limitaciones al alcance son salvedades debidas a la imposibilidad del auditor de aplicar los procedimientos requeridos por las Normas Técnicas de Auditoría, al no haber dispuesto de información suficiente para formarse una opinión.

En determinadas circunstancias, con independencia de la opinión expresada, el auditor puede considerar necesario incluir un párrafo de énfasis para destacar un hecho reflejado en las cuentas anuales y respecto del cual la memoria contiene la información necesaria, de acuerdo con el marco normativo de información financiera que resulta de aplicación. La inclusión de párrafos de énfasis no afecta a la opinión del auditor.

En el cuadro 1 se muestra el número total de auditorías de IIC recibidas en la CNMV en cada uno de los últimos cinco años, desglosando aquellas que presentan una opinión favorable de las que presentan salvedades u opinión negativa o denegada. Por último, se presenta la evolución del número de párrafos de énfasis incluidos en los informes de auditoría durante ese periodo.

Resumen de las auditorías de IIC

CUADRO 1

Número de entidades con un determinado tipo de opinión o con párrafos de énfasis

Motivo	2006	2007	2008	2009	2010
Salvedades	22	26	55	52	18
Opinión negativa	0	0	0	0	0
Opinión denegada	0	0	1	2	2
Opinión favorable	5.965	6.248	6.241	5.757	5.549
Total	5.987	6.274	6.297	5.811	5.569
Opinión favorable (%)	99,6	99,6	99,1	99,1	99,6
Nº párrafos de énfasis	113	143	420	292	256

Fuente: CNMV.

Tal y como se puede observar en el cuadro anterior, los auditores formularon una opinión favorable para más del 99% de las IIC auditadas durante los cinco últimos años. Este porcentaje se mantuvo muy estable durante todo el periodo.

De la evolución del número de auditorías con salvedades y con párrafos de énfasis, se desprende un importante incremento de ambas en 2008, coincidiendo con el inicio de la crisis financiera, para disminuir ligeramente en 2009 y, de modo considerable, en 2010. Se debe tener en cuenta que en 2010, como consecuencia de la entrada en vigor de la nueva Ley de Auditoría, las incertidumbres han dejado de tener la consideración de salvedades. Sin embargo, el auditor debe incluir un párrafo de énfasis por las incertidumbres significativas sobre la continuidad del negocio. A pesar de este cambio, tanto las salvedades como los párrafos de énfasis se redujeron en 2010, siendo la reducción de las salvedades más pronunciada en términos relativos. A este respecto, hay que tener en cuenta que muchas de las salvedades e incertidumbres originadas en 2008, coincidiendo con la intensificación de la crisis financiera, se han ido resolviendo con el paso del tiempo, lo que explica esta reducción en su número.

En función de la categoría de IIC, se puede distinguir entre fondos de inversión de carácter financiero (FI), sociedades de inversión de capital variable (SICAV), fondos de inversión libre (FIL), fondos que invierten en IIC de inversión Libre (IICIICIL) y, por último, fondos y sociedades de inversión inmobiliaria (FII/SII). El cuadro 2 refleja el número de salvedades y su tipo, así como el número de párrafos de énfasis, durante los tres últimos años para cada una de las categorías citadas.

Número de salvedades y párrafos de énfasis por categoría de IIC

CUADRO 2

	2008					2009					2010				
	FI	SICAV	FIL	IICIICIL	FII/SII	FI	SICAV	FIL	IICIICIL	FII/SII	FI	SICAV	FIL	IICIICIL	FII/SII
Salvedades	**10**	**25**	**2**	**19**	**1**	**6**	**26**	**2**	**16**	**1**	**0**	**16**	**0**	**2**	**0**
Excepciones	0	3	0	0	0	1	5	0	0	0	0	9	0	0	0
Limitaciones	0	7	1	3	0	0	8	1	3	0	0	7	0	2	0
Incertidumbres	10	15	1	16	1	5	13	1	13	1	–	–	–	–	–
Desfavorables	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Denegadas	0	1	0	0	0	0	2	0	0	0	0	2	0	0	0
Párrafos de énfasis	**277**	**101**	**9**	**26**	**8**	**204**	**53**	**5**	**22**	**8**	**128**	**75**	**17**	**28**	**8**
Total auditorías	2.912	3.305	24	40	18	2.537	3.194	28	36	16	2.408	3.084	33	28	16

Fuente: CNMV.

Tal como se observa en el cuadro anterior, de las 18 salvedades que presentaron las auditorías de IIC en 2010, 16 corresponden a SICAV y dos a IICIICIL. El resto de las categorías de IIC no presentaron ninguna salvedad en la opinión de los auditores. En los dos años anteriores, también fueron las SICAV y las IICIICIL las categorías que presentaron un mayor número de salvedades, aunque existían algunas salvedades en otras IIC, fundamentalmente, en fondos de inversión libre.

El nuevo marco normativo aplicable a las auditorías explica en parte el descenso de las auditorías con salvedades en 2010, especialmente en las IICIICIL. Como se ha indicado, la nueva Ley 12/2010 de Auditoría de Cuentas, y la subsiguiente modificación de la Norma Técnica que la desarrolla, establecen que las incertidumbres no serán motivo de salvedad, aunque el auditor deberá hacer mención a las mismas en párrafos de énfasis. En los ejercicios anteriores a 2010, las incertidumbres sobre la capacidad de la entidad para seguir operando eran motivo de reserva en la opinión del auditor, lo que constituía una salvedad. Este cambio normativo explica que en las categorías de FIL/SIL y de IICIICIL se haya producido una disminución de las salvedades y un aumento simultáneo de los párrafos de énfasis. Estas instituciones se vieron afectadas en 2008 y 2009 por problemas de liquidez en algunas de sus inversiones, que motivaron salvedades expresadas en forma de incertidumbres. En el ejercicio 2010, estas incertidumbres se mencionan en un párrafo de énfasis, sin afectar a la opinión del auditor, lo que ha generado un aumento de los párrafos de énfasis en estas categorías.

En general, se observó una disminución en 2010 del número de salvedades y de párrafos de énfasis en todas las categorías de IIC, con excepción de las de inversión libre (FIL/SIL e IICIICIL). Esto es consecuencia de que algunas de las situaciones que motivaron el aumento del número de salvedades y de los párrafos de énfasis al inicio de la crisis financiera se regularizaron en el ejercicio 2010, como se ha comentado anteriormente.

En cuanto a la distribución de los informes correspondientes al ejercicio 2010 presentados ante la CNMV entre las firmas de auditoría, se apreció una importante concentración en las cuatro grandes firmas internacionales, que auditan en torno al 85% del total, como se pone de manifiesto en el cuadro 3.

Auditorías de IIC. Cuota de las firmas de auditoría CUADRO 3

Porcentaje sobre el número total de auditorías en 2010

Auditoras	Número de auditorías (% del total)
Deloitte & Touche España	40,8
PricewaterhouseCoopers	25,2
KPGM Auditores	12,3
Ernst & Young	6,5
Quorum Auditores	3,7
BDO Auditores	1,9
Mazars Auditores	1,9
Sayma Auditores	1,3
Lasemer Auditores	1,1
Attest Consulting	0,5
Resto	4,9
Total	**100,0**

Fuente: CNMV.

3 Contenido de los informes de auditoría de IIC del ejercicio 2010

El artículo 70 de la LIIC encomienda a la CNMV la supervisión e inspección de las IIC, así como sus sociedades gestoras y depositarias. Esta supervisión se refiere, entre otras cuestiones, a la verificación de la fiabilidad y veracidad de la información contenida en la información pública de las IIC. La verificación realizada en la CNMV de las cuentas anuales auditadas comprende tres aspectos:

1. El análisis de todas las reservas puestas de manifiesto por los auditores en forma de salvedades u opiniones denegadas o negativas, así como de aquellos otros hechos que el auditor ha considerado necesario destacar en un párrafo de énfasis. Este análisis conlleva la revisión del contenido de la memoria.

2. El contraste de la información cuantitativa incluida en determinados epígrafes de las cuentas anuales con la información recogida en los estados de información reservada.

3. La verificación del cumplimiento de determinados aspectos formales.

En el cuadro 4 se refleja, desglosado por tipo de IIC, el número de opiniones con salvedades, negativas, denegadas y con párrafos de énfasis de los informes de auditoría del ejercicio 2010.

Auditorías 2010. Detalle por tipo de IIC CUADRO 4

Número de entidades con un determinado tipo de opinión o con párrafos de énfasis

	FI	SICAV	FIL	IICIICIL	FII/SII
Salvedades	0	16	0	2	0
Opinión negativa	0	0	0	0	0
Opinión denegada	0	2	0	0	0
Párrafos de énfasis	128	75	17	28	8
Total auditorías	**2.408**	**3.084**	**33**	**28**	**16**

Fuente: CNMV.

3.1 Opinión denegada

El auditor no expresó una opinión negativa en ninguno de los 5.569 informes de auditoría de IIC correspondientes a 2010. Existen, sin embargo, dos auditorías de IIC con opinión denegada. El auditor deniega la opinión cuando existen limitaciones al alcance cuya importancia es tan significativa que impiden al auditor formarse una opinión.

Las dos opiniones denegadas se refieren a SICAV gestionadas por la misma sociedad gestora, en las que existía un contencioso entre los administradores, por un lado, y la gestora y el depositario, por el otro. Los auditores declararon que no podían expresar una opinión sobre las cuentas anuales al no poder evaluar las consecuencias que el desenlace de los litigios en curso pudiera tener sobre las mismas. Las dos SICAV se encuentran en proceso de liquidación en la actualidad.

3.2 Opinión con salvedades y párrafos de énfasis

Las principales razones que motivaron las salvedades en la opinión del auditor y la inclusión de párrafos de énfasis en los informes de auditoría se pueden agrupar en cinco categorías:

– Operaciones de fusión, liquidación o transformación de IIC.

– Patrimonio/capital o número de partícipes/accionistas por debajo de los límites legales.

– Aspectos relacionados con la política de inversión establecida en el folleto y con los coeficientes de inversión exigidos por la normativa a cada categoría de IIC.

– Cuestiones relacionadas con la liquidez o la valoración de los activos en cartera, entre las que se pueden diferenciar, a su vez, cuatro situaciones distintas: 1) inversión en otras instituciones de inversión colectiva, 2) activos con cotización suspendida, 3) inversiones inmobiliarias y 4) inversión en renta fija.

– Otros aspectos formales y hechos destacados en párrafos de énfasis.

En el cuadro 5 se ha recogido el número de salvedades y de párrafos de énfasis motivados por cada una de las razones anteriores. A su vez, entre las salvedades se distinguen aquellas motivadas por incumplimientos en los principios y criterios contables (excepciones), de las que se originan por limitaciones al alcance del trabajo de auditoría realizado.

Auditorías 2010. Detalle por motivos de salvedades y párrafos de énfasis CUADRO 5

Número de auditorías

Motivo	Salvedades		Párrafos de énfasis
	Excepciones	Limitaciones	
Fusión/liquidación/transformación	1		143
Patrimonio/partícipes por debajo de límites legales	3	1	69
Política de inversión/coeficientes			13
Valoración y liquidez de distintos activos en cartera:			
Otras IIC		2	12
Activos con cotización suspendida	1		6
Inversiones inmobiliarias			7
Inversiones en renta fija			2
Otros:			
Incumplimiento de información art. 229-231 LSC	4	5	
Cuentas no firmadas por todos los administradores		1	
Participaciones significativas del grupo			3
Acciones pignoradas			1
Total	**9**	**9**	**256**
% auditorías con párrafo de énfasis			**4,5**

Fuente: CNMV.

Fusión, transformación, disolución y liquidación

Estas operaciones constituyen el motivo principal de inclusión de párrafos de énfasis en los informes de auditoría (56% de los párrafos de énfasis). La operación más frecuente durante 2010 fue la fusión de IIC. Estas operaciones son consecuencia de la racionalización de la oferta de IIC por parte de las sociedades gestoras y de la necesidad de subsanar insuficiencias de patrimonio o de número de partícipes. Durante dicho ejercicio, se registraron en la CNMV 134 operaciones de fusión de fondos de inversión y nueve de SICAV. Estas operaciones implicaron la absorción y consecuente baja de 283 fondos de inversión y 29 SICAV.

El auditor incluyó un párrafo de énfasis en las auditorías de las IIC absorbentes, explicando el proceso de fusión que se había producido en el ejercicio y las IIC que habían estado implicadas en él. También se incluyó una mención en las auditorías de aquellas IIC que habían aprobado un proceso de transformación en otro tipo de IIC, o bien su disolución y la consiguiente liquidación de sus inversiones.

En una SICAV en proceso de liquidación, el auditor emitió una opinión con salvedades, debido a que en la fecha de emisión de su informe la sociedad ya no contaba con un consejo de administración, al encontrarse a punto de finalizar el proceso de liquidación. Esta SICAV ha causado baja en el registro de la CNMV, una vez finalizado dicho proceso.

Patrimonio/capital o número de accionistas/partícipes por debajo de los límites legales

Se trata del segundo motivo más frecuente de párrafos de énfasis del auditor (28% del total). El patrimonio mínimo de los FI es de tres millones de euros, mientras que en las SICAV es de 2,4 millones de euros. Para todas las IIC (exceptuando los fondos y sociedades de inversión libre[2]) el número mínimo de partícipes o accionistas está establecido en 100.

Cuando las IIC se sitúan por debajo del patrimonio o del número de partícipes mínimos, el artículo 13 de la LIIC les concede el plazo de un año para restablecer el cumplimiento del mínimo. En el supuesto de que, trascurrido ese plazo, la IIC no hubiese alcanzado dicho patrimonio o número de partícipes, la CNMV podrá acordar la revocación de la autorización concedida.

Un total de 23 auditorías se refieren al incumplimiento del número mínimo de accionistas por parte de SICAV, mencionándose en 19 de ellas el hecho de que la CNMV había iniciado el procedimiento de revocación de la autorización concedida. Finalmente, en 17 de estas 19 SICAV se concluyó el proceso de revocación, y respecto a las dos restantes, una acordó iniciar el proceso de disolución y liquidación, y la segunda, transformarse en sociedad limitada.

2 El artículo 43 del Real Decreto 362/2007, por el que se modifica el Reglamento que desarrolla la LIIC, establece que el número mínimo de partícipes para las instituciones de inversión colectiva de inversión libre (IICIL) será de 25.

En una SICAV, el auditor incluyó una salvedad en su opinión debido a que se encontraba en proceso de revocación a 31 de diciembre de 2010, lo que obligaba a la sociedad a presentar una declaración complementaria en la Agencia Tributaria del Impuesto de Sociedades de los ejercicios 2009 y 2010, aplicando una tasa del 30% en lugar del 1%. Finalmente, se revocó la autorización concedida a esta SICAV.

En otra SICAV, el auditor expresó una limitación al alcance debido a que la información aportada por el depositario y la gestora referente al número de accionistas era discordante. Esta SICAV se encuentra en la actualidad en proceso de disolución y liquidación.

Política de inversión o coeficientes legales

En 13 IIC los auditores destacaron en un párrafo de énfasis que la política de inversión seguida no se correspondía con la establecida en el folleto informativo, o bien que no se había observado alguno de los coeficientes mínimos de inversión o coeficientes máximos de diversificación en un determinado activo, establecidos en la normativa de IIC.

El artículo 38.8 del Reglamento de la Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva establece que la superación de los límites de inversión máxima en determinados activos podrá regularizarse en un plazo máximo de tres o seis meses, dependiendo de la magnitud del exceso, siempre que este se haya producido con posterioridad a la fecha en que fueron adquiridos. El mismo plazo de regularización será aplicable a los incumplimientos sobrevenidos de la política de inversión. Son sobrevenidas aquellas situaciones ocasionadas por movimientos de mercado o en las que el patrimonio se reduce debido a reembolsos; como consecuencia de dichas situaciones, los porcentajes que representan cada una de las inversiones respecto al nuevo patrimonio aumentan.

Valoración y liquidez de los activos en los que invierten las IIC

Un número importante de salvedades y párrafos de énfasis hacían referencia a la valoración de determinados activos en cartera, o a la liquidez de algunas inversiones. Estos se pueden agrupar en cuatro tipos, en función de los activos afectados: otras IIC (incluidas las de inversión libre), activos con cotización suspendida, inversiones inmobiliarias e inversiones en activos de renta fija.

Inversión en otras IIC, fundamentalmente de inversión libre

Los auditores incluyeron párrafos de énfasis en las auditorías de diez IICIICIL, mencionando el hecho de que varios de los fondos objeto de inversión de estos vehículos habían sufrido restricciones a los reembolsos durante los últimos ejercicios, motivadas principalmente por la constitución de *side-pockets*, *gates* o bien por el inicio de un procedimientos de disolución y liquidación.

Los *side-pockets* están formados por activos ilíquidos que son segregados de la IIC original con la finalidad de que sean vendidos cuando la situación del mercado lo permita. La liquidez obtenida de la venta de estos activos ilíquidos se repartirá entre los partícipes de forma proporcional a su participación en la IIC. Por otra parte, por

gates se entiende el establecimiento de un límite máximo a la cantidad reembolsada en cada una de las fechas de reembolso establecidas, en términos de un porcentaje sobre el patrimonio del fondo.

En seis de las diez IICIICIL referidas, el porcentaje de inversión en fondos que presentaron restricciones a los reembolsos fue inferior al 5%. De las cuatro IICIICIL restantes con problemas de liquidez, tres de ellas se encuentran en proceso de liquidación de sus inversiones y están realizando pagos periódicos a los partícipes a medida que obtienen liquidez de la venta de sus inversiones. En la última de ellas, una entidad de crédito del grupo de la gestora poseía el 82,6% del patrimonio del fondo a 31 de diciembre de 2010.

También se incluyeron párrafos de énfasis por el mismo motivo en dos SICAV que mantenían inversiones en dos fondos que se encontraban en proceso de liquidación. A 31 de diciembre de 2010, estas inversiones representaban el 1% y el 1,9%, respectivamente, del patrimonio de las SICAV.

Por último, en dos de las IICIICIL los auditores emitieron una opinión con salvedades debido a la existencia de una limitación al alcance de sus trabajos de auditoría, al no haber tenido acceso a las auditorías de varios de los fondos de inversión libre (FIL) en los que invirtieron las IICIICIL. Por esta razón, mencionaron que las estimaciones del valor razonable de varias de las IIC objeto de inversión se habían realizado a partir de la información recibida de la entidad depositaria de los fondos, sin que la gestora hubiera podido contrastar esta información con la recogida en los respectivos informes de auditoría. Así pues, no es posible conocer el efecto que, en su caso, la información contenida en los citados informes de auditoría habría tenido sobre el patrimonio de las IICIICIL. Se trata de fondos afectados por *side-pockets* o con otros tipos de restricciones a los reembolsos.

Activos con cotización suspendida

En los informes de auditoría de cinco SICAV y de un fondo de inversión, se incluyeron párrafos de énfasis destacando el hecho de que a 31 de diciembre de 2010 existían inversiones en sociedades que se encontraban en procedimiento concursal, con cotización suspendida, que seguían valorándose al último precio de cotización. El peso que representaban estas inversiones sobre el patrimonio de las correspondientes IIC oscilaba entre un mínimo del 0,6% y un máximo del 3,4%.

En otra SICAV, el epígrafe «inversiones morosas, dudosas o en litigio» incluía a finales de diciembre de 2010 una inversión en obligaciones acerca de cuya recuperabilidad la propia sociedad manifestaba dudas y que representaba un porcentaje inferior al 5% del capital en circulación de la SICAV. Este hecho llevó al auditor a incluir una salvedad en su opinión. Se revocó la autorización a esta SICAV por incumplimiento del número mínimo de accionistas.

Activos inmobiliarios

En tres FII y tres SII los auditores destacaron en un párrafo de énfasis el hecho de que el valor razonable de las inversiones inmobiliarias se había basado en los flujos de caja

futuros esperados o, alternativamente, en estimaciones del precio de mercado de los inmuebles realizadas en función de transacciones reales realizadas o bien en ofertas en firme. Los auditores consideraron que, dada la persistencia en las adversas condiciones del mercado inmobiliario, el valor razonable de los activos inmobiliarios que figuraba en las cuentas anuales había podido sufrir variaciones desde la fecha a la que se referían las cuentas anuales hasta la fecha de emisión del informe de auditoría.

Una mención similar fue incluida por los auditores en el informe de auditoría de un FIL cuyo objetivo era invertir en IIC inmobiliarias. Este FIL también mantenía inversiones en cartera con los reembolsos suspendidos durante los últimos ejercicios, que representaban el 11% del patrimonio del fondo. Los administradores no tienen dudas sobre la recuperabilidad de estas inversiones por los importes que figuran en las cuentas anuales.

Inversiones en renta fija

Los informes de auditoría de dos FI incluían párrafos de énfasis por aspectos relacionados con determinadas inversiones en renta fija que contaban con escasa liquidez. En un caso, el fondo en cuestión había invertido en bonos emitidos por el Estado griego. En el otro, los auditores se referían a la inversión del fondo en activos de renta fija con reducida liquidez. En este sentido, la valoración de estos activos, en el caso de no existir mercado activo, se realiza utilizando técnicas de valoración basadas en la situación actual de los tipos de interés y del riesgo de crédito del emisor e incorporando asimismo hipótesis sobre la ocurrencia de determinados hitos cuyo incumplimiento podría afectar a la valoración de los mencionados títulos.

Otros hechos

El resto de razones que motivaron salvedades en los informes de auditoría de IIC, o bien una mención en los párrafos de énfasis, son las siguientes:

– Exigencias de determinada información respecto a los administradores de SICAV. En las auditorías de nueve SICAV, los auditores expresaron una opinión con salvedades debido a que la memoria no incluía suficiente información sobre las posibles situaciones de conflicto de intereses que, directa o indirectamente, pudiesen existir entre los administradores y la propia SICAV, así como sobre la participación de estos en el capital de otras sociedades con el mismo o análogo género de actividad. Las exigencias de información a este respecto vienen recogidas en los artículos 229 y 260 de la Ley de Sociedades de Capital.

– Falta de firma de un consejero. Una auditoría presentó una limitación al alcance como consecuencia de la falta de firma de las cuentas anuales por parte de un consejero.

– Otros párrafos de énfasis. El resto de párrafos de énfasis puso de manifiesto diferentes hechos: en tres IICIICIL, el auditor hacía mención a que una entidad del grupo de la gestora ostentaba una participación significativa en su patrimonio. En otra SICAV, los auditores mencionaban que las acciones representativas del 99,98% de la SICAV se encontraban retenidas e inmovilizadas por orden

judicial a 31 de diciembre de 2010, aunque una resolución judicial dictada con posterioridad al cierre del ejercicio dejó la inmovilización de estas acciones sin efecto. Esta SICAV se liquidó y causó baja en el Registro de la CNMV en 2011.

3.3 Análisis de información cuantitativa y de aspectos formales

Además del análisis de la información puesta de manifiesto en la opinión del auditor, en el departamento de supervisión correspondiente de la CNMV se realiza una revisión de la información incluida en las cuentas anuales de las IIC. Con este fin, se seleccionó una muestra aleatoria de IIC para la que se contrastó la información recogida en determinados epígrafes de las cuentas anuales auditadas con la reflejada en los estados de información reservada referidos a diciembre de 2010. Como resultado de este contraste, se detectaron 14 instituciones con diferencias en algunas de las partidas analizadas, que se correspondían con diez sociedades gestoras. Se trataba, en la mayoría de las situaciones, de discrepancias motivadas por reclasificaciones de partidas entre distintos epígrafes contables.

Por último, todos los informes de auditoría de cuentas recibidos se someten a una revisión formal del cumplimiento de los requisitos establecidos por la normativa vigente. Como consecuencia de esta revisión, se identificaron 22 IIC que presentaban diferentes defectos de forma. Destacaban, entre otras razones, los debidos a la falta de firma de alguno de los administradores. El segundo defecto de forma más frecuente era la formulación de las cuentas anuales en miles de euros, en lugar de en euros.

4 Actuaciones de la CNMV respecto a los hechos puestos de manifiesto en los informes de auditoría

Ante los hechos puestos de manifiesto en las salvedades y párrafos de énfasis de los informes de auditoría de IIC, la CNMV llevó a cabo actuaciones en todos los casos, excepto en aquellas IIC que se encontraban en proceso de liquidación. Estas actuaciones han estado encaminadas a garantizar:

– Que se habían subsanado las deficiencias de información que motivaron las limitaciones al alcance de los trabajos de auditoría. En este sentido, se requirió a todas las SICAV que aportasen la información exigida por la Ley de Sociedades de Capital relativa a la posible participación, directa o indirecta, de los administradores de las SICAV en el capital de sociedades con el mismo o análogo género de actividad, así como la relativa a la posible existencia de conflictos de intereses entre los administradores y la propia SICAV.

– Que las IIC cumplían con el capital y número de accionistas mínimo exigido por la normativa.

– Que todas las inversiones en cartera de las IIC estaban valoradas de acuerdo con su valor razonable, tal y como exige la Norma 8.1 de la Circular 3/2008, de la CNMV sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información

reservada de las IIC. Este valor razonable se calculará con referencia a un valor fiable de mercado. Para aquellos elementos respecto de los cuales no exista un mercado activo, el valor razonable se obtendrá en su caso mediante la aplicación de modelos y técnicas de valoración apropiadas.

– Que todas las IIC cumplían con la política de inversión declarada en su folleto informativo y con los coeficientes de inversión y diversificación legales.

– Que la memoria y la información pública periódica enviada a los inversores contenía toda la información necesaria para comprender el origen, la naturaleza y los potenciales efectos que las incertidumbres expresadas por los auditores pudieran tener sobre los estados financieros.

– Que todas las discrepancias existentes entre la información de las cuentas anuales auditadas y la de los estados de información reservada habían sido explicadas. Ninguna de estas diferencias tuvo incidencia sobre el valor liquidativo, al tratarse en la mayoría de los casos de reclasificaciones de partidas entre distintos epígrafes contables. Por ejemplo, una de estas situaciones se produce cuando los descubiertos en cuenta corriente que tienen saldo acreedor se incluyen como saldos negativos en el activo del balance. Las gestoras remitieron de nuevo la información reservada corregida y coincidente con las cuentas anuales auditadas. Se debe tener en cuenta que el plazo máximo para remitir los estados de información reservada es de un mes, mientras que el plazo para formular las cuentas anuales por parte de los administradores es de tres meses desde el cierre del ejercicio.

– Que se habían subsanado todos los defectos formales detectados en la revisión de las cuentas anuales.

5 Conclusiones y perspectivas

El número de salvedades expresadas en los informes de auditoría de las IIC españolas es muy reducido. En el ejercicio 2010, de las 5.569 instituciones registradas, solamente 18 de ellas (0,03% del total) contenían algún tipo de salvedad en la opinión del auditor. Desde una perspectiva temporal más amplia, durante los cinco últimos ejercicios el porcentaje de auditorías con salvedades fue muy reducido en todos ellos y se mantuvo estable con un pequeño aumento en 2008 y 2009, años en los que se incrementó hasta el 0,09%, coincidiendo con el inicio de la crisis financiera.

En 2010 se observó una importante disminución, en términos absolutos, del número de salvedades expresadas en la opinión del auditor. Este descenso se explica parcialmente por el cambio del marco normativo que regula los informes de auditoría, así como por la regularización de determinadas situaciones surgidas como consecuencia de la crisis financiera, y que impactaron en las inversiones de las IIC. Las salvedades se concentran fundamentalmente en las SICAV. La mitad de las salvedades se debieron a que la memoria no contenía suficiente información respecto a la participación de los administradores de las SICAV en el capital de otras sociedades con análogo género de actividad, así como a la posible existencia de conflictos de

intereses entre los administradores y la propia SICAV. El resto de las SICAV que presentaron salvedades han causado baja en el registro de la CNMV, o bien se encuentran actualmente en proceso de liquidación.

Por otro lado, los auditores incluyeron algún tipo de párrafo de énfasis en las auditorías de 256 IIC. Las menciones más frecuentes –más de la mitad– se referían a procesos de fusión llevados a cabo durante 2010 como consecuencia de procesos de reorganización de la oferta de productos de las entidades gestoras y de la necesidad de alcanzar un patrimonio o número de partícipes mínimos.

Precisamente, el segundo hecho más frecuente, expresado en el 28% los párrafos de énfasis, se refería a la existencia de un capital/patrimonio o de un número de partícipes/accionistas por debajo de los límites mínimos exigidos por la normativa a los distintos tipos de IIC. Cuando se produce un descenso por debajo de los límites mínimos, la LIIC concede el plazo de un año para llevar a efecto la reconstitución del patrimonio o del número de partícipes o accionistas mínimos.

La tercera causa de párrafos de énfasis estaba relacionada con la política de inversión establecida en los folletos informativos, y los coeficientes de inversión o de diversificación exigidos por la normativa de IIC. Por último, varios párrafos de énfasis se refirieron a la liquidez de las inversiones en cartera y la valoración de las mismas.

La supervisión realizada en la CNMV sobre las cuentas anuales de las IIC se concretó en la revisión del contenido de las opiniones expresadas en los informes de auditoría, así como en el contraste de la información de las cuentas anuales y la recogida en los estados de información reservada remitidos a la CNMV. En 2010 se llevaron a cabo actuaciones encaminadas a aclarar todas las discrepancias de información existentes, ninguna de las cuales tuvo efecto en el valor liquidativo de las IIC.

Como consecuencia de la revisión de los informes de auditoría, la CNMV llevó a cabo diferentes actuaciones encaminadas a garantizar que las IIC: 1) cumplen con el número mínimo de accionistas y el capital mínimo exigido legalmente, 2) cumplen con la política de inversión establecida en sus folletos informativos y con los diferentes coeficientes legales y 3) valoran todos los activos de acuerdo con su valor razonable.

Finalmente, en relación a las perspectivas futuras, es necesario mencionar que el Plan de Actividades de la CNMV para el ejercicio 2012 contempla como objetivo el impulso del envío en formato electrónico de los informes de auditoría y cuentas anuales de las entidades supervisadas, entre ellas las IIC[3]. Esta mejora permitirá difundir las auditorías de estos vehículos de inversión en la página web de la CNMV (http://www.cnmv.es/), así como optimizar su tratamiento administrativo y facilitar las labores de supervisión. A este respecto, hay que tener en cuenta que estos documentos son los únicos de los que componen la información pública periódica de las IIC para los que todavía no se requiere la remisión a la CNMV por vía electrónica. En definitiva, publicando estos documentos tanto en la página web de la CNMV como en la de la gestora, se mejorará notablemente el acceso a la información sobre IIC por parte de los interesados.

3 El Plan de Actividades de la CNMV para el ejercicio 2012 puede descargarse en http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/PlanActividad/PdA2012.pdf

IV Anexo legislativo

– Circular 6/2011, de 12 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 9/2008, de 10 de diciembre, sobre normas contables, estados financieros de información reservada y pública y cuentas anuales de las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, con la exclusión del Banco de España, de las entidades rectoras de los sistemas multilaterales de negociación, de la Sociedad de Sistemas, de las entidades de contrapartida central, de la Sociedad de Bolsas, de las sociedades que tengan la titularidad de todas las acciones de organismos rectores de los mercados secundarios oficiales y de sistemas multilaterales de negociación, y de otros sistemas de compensación y liquidación de los mercados que se creen al amparo de lo previsto en la Ley del Mercado de Valores.

  La Circular es una actualización de la Circular 9/2008, de 10 de diciembre, que pretende abarcar distintas mejoras. Así, en primer lugar, recoge por primera vez los modelos de estados financieros intermedios consolidados públicos y de cuentas anuales consolidadas, ya sean de aplicación las normas internacionales de información financiera adoptadas por los Reglamentos de la Unión Europea o bien la normativa española sobre consolidación. Igualmente se actualizan los modelos de estados financieros consolidados reservados.

  En segundo lugar, se introducen diversas mejoras de carácter técnico en la estructura de los datos contenidos en los modelos de estados financieros y de información complementaria, así como en los procedimientos, plazos y formalidades de remisión y publicación de la información. Se han eliminado diversos datos de los estados mensuales y trimestrales y se han simplificado las formalidades de certificación de la aprobación de los estados intermedios públicos y su publicidad. Igualmente se ha suprimido la obligación de presentar estados intermedios individuales públicos en aquellas entidades integradas en un grupo que presente estados intermedios consolidados públicos y, al tiempo, se han ampliado los plazos de remisión de todos los estados financieros e información complementaria trimestrales, tanto reservados como públicos.

  En tercer lugar, se han reestructurado los desgloses de la información reservada sobre ingresos, siendo los cambios más reseñables la adición de un nuevo segmento dedicado a la actividad de compensación y contrapartida central en previsión de que se constituyan en territorio español entidades de contrapartida central en un futuro próximo, así como la reordenación de los restantes segmentos de ingresos y la reagrupación de algunos de ellos con segmentos afines dentro de una misma actividad operativa.

– Circular 7/2011, de 12 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre folleto informativo de tarifas y contenido de los contratos-tipo.

  En el ámbito de los folletos informativos de tarifas, toda vez que este se refiere exclusivamente a las tarifas aplicables a clientes minoristas, se ha establecido la forma de elaboración y remisión electrónica. En este sentido, para facilitar la comparabilidad de los datos recibidos de las entidades, se ha desarrollado el artículo 2.3 de la Orden EHA 1665/2010 para concretar las bases de cálculo y conceptos de algunas de las operaciones más habituales que se prestan a los clientes minoristas. A tal efecto el modelo de folleto que se propone consta de

una parte fija en la que se recojan las tarifas aplicables a las operaciones anteriormente mencionadas y una parte variable en la que cada entidad recogerá las tarifas por otras operaciones o servicios que pueda prestar.

Las comisiones aplicables a inversores profesionales, no incluidos en el ámbito establecido en la Orden EHA 1665/2010, se determinarán libremente entre las partes sin que hayan de someterse al régimen que regula los folletos informativos de tarifas.

En el ámbito de los contratos-tipo, una vez que no existe control previo de la CNMV a su contenido, sin perjuicio de la facultad de exigir su rectificación o resolución conforme al artículo 8 de la Orden EHA 1665/2010, se desarrollan sus contenidos obligatorios en las materias establecidas en el artículo 6 de dicha Orden.

En relación a la publicidad se establece la necesaria puesta a disposición de los clientes o potenciales clientes tanto de los folletos informativos de tarifas, como de los contratos tipo en todas sus oficinas de atención a clientes, incluidos los agentes externos, y en su página web, en sitio de fácil acceso.

La disposición adicional primera añade un nuevo estado a los previstos en la Circular 1/2010, de 28 de julio, de la CNMV de información reservada de las entidades que prestan servicios de inversión con el fin de conocer las tarifas que se aplican efectivamente a los clientes en las operaciones más habituales, para lo que se solicita información sobre la media y el valor más frecuente de las comisiones realmente cobradas a los clientes así como los máximos y mínimos de los intervalos extremos.

Por último se añade una disposición adicional segunda por la que se modifican los estados que contienen la información complementaria necesaria para la determinación de la aportación al Fogain de las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y de las Empresas de Servicios de Inversión contenidos en la Circular 7/2008, de 26 de noviembre de la CNMV.

– Real Decreto 303/2012, de 3 de febrero, por el que se regula el Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

En virtud de la remisión al desarrollo reglamentario que se realiza por el artículo 22 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores en cuanto a la determinación del número de vocales y la forma de designación, este Real Decreto pretende adaptar la regulación reglamentaria del Comité Consultivo a las modificaciones introducidas por la Ley 21/2011, de 26 de julio.

En concreto, esta norma establece que además de los representantes designados por cada una de las comunidades autónomas con competencias en materia de mercados de valores en cuyo territorio exista un mercado secundario oficial, habrá 14 vocales en representación de las infraestructuras de mercado, de los emisores, los inversores, de las entidades de crédito y entidades aseguradoras y de los fondos de garantía de inversiones. Además, se aumenta el número de vocales de 14 a 17 para dar cabida a tres representantes de los colectivos profesionales designados por la CNMV. Por otra parte, y en aras de garantizar la re-

presentatividad de los vocales durante todo su mandato, se introduce una modificación del sistema de designación de los vocales y se introducen nuevas causas de cese.

Este Real Decreto será de aplicación al procedimiento de nombramiento de los vocales del Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores previsto para el año 2012.

– Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero.

Aunque el objeto principal de este Real Decreto-ley es la articulación de nuevos requerimientos de provisiones y capital adicionales para las entidades financieras, deben destacarse aquí algunos aspectos concretos del mismo relativos al mercado de valores.

En primer lugar, se regulan las remuneraciones de los administradores y directivos de entidades de crédito que hayan precisado o necesiten en el futuro el apoyo financiero del FROB. En particular, se dispone que no recibirán retribuciones variables ni beneficios de pensiones en 2012 y que con posterioridad la retribución variable se diferirá tres años mientras subsista el apoyo financiero del FROB. Se establecen asimismo limitaciones cuantitativas con respecto a las retribuciones fijas.

Por otra parte, se introduce un tratamiento especial y más flexible para aquellas entidades de crédito que tengan en circulación participaciones preferentes o instrumentos de deuda obligatoriamente convertibles emitidas antes de la entrada en vigor de este Real Decreto-ley, permitiéndoles el diferimiento del pago de la remuneración prevista por un plazo de hasta 12 meses, a pesar de que, como consecuencia del saneamiento llevado a cabo conforme a este Real Decreto-ley, no dispongan de beneficios o reservas distribuibles suficientes o exista un déficit de recursos propios en la entidad de crédito, y siempre que la situación financiera de la entidad mejore en el momento en que se realice el pago de la remuneración a los preferentistas.

En tercer lugar, se modifica la disposición adicional sexta de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, para facilitar la gestión de las garantías financieras que otorgan las entidades financieras a favor del Banco de España, del Banco Central Europeo o de otros bancos centrales nacionales de la Unión Europea. A efectos únicamente de estas garantías constituidas directa o indirectamente en beneficio de los bancos centrales, se introduce la posibilidad de inscribir la prenda sobre valores negociables mediante la transferencia contable de los valores a una cuenta cuyo titular sea el beneficiario de la garantía, sin que se transmita la propiedad de los valores. También se regula la posibilidad de pignorar no solamente valores, sino cuentas de valores.

– Real Decreto-ley 3/2012, de 10 de febrero, de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral.

Complementa las medidas limitativas que en materia de retribución fija y variable ya contenía el también reciente Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero.

Procede a la adopción de un criterio de tratamiento aún más riguroso sobre determinados aspectos de la retribución de administradores y directivos en el ámbito financiero, por medio de la introducción en la disposición adicional séptima del citado Real Decreto-ley 3/2012, de tres apartados.

El primero de ellos se refiere a la posibilidad de pagar indemnizaciones por terminación del contrato. La norma prohíbe directamente a entidades en las que el FROB se ha visto obligado a tomar una participación mayoritaria o a prestar un apoyo financiero a satisfacer indemnizaciones por terminación de contrato que excedan de los límites legalmente establecidos. Para evitar un tratamiento generalizado que puede ocasionar situaciones injustas, se exceptúa de los límites al pago de indemnizaciones a aquellos administradores y directivos que se hubieran incorporado precisamente para el rescate o el fortalecimiento de la entidad.

En segundo lugar, en los supuestos de extinción del contrato por la imposición de las sanciones a que se refiere el artículo 12.1 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, las personas que ejerzan cargos de administración o dirección en una entidad de crédito no tendrán derecho a indemnización alguna por dicha extinción, cualquiera que sea su cuantía o su forma.

En el último de los apartados, se incluyen supuestos de suspensión del contrato de personas que ejerzan cargos de administración o dirección en una entidad de crédito.

V Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV[1]

CUADRO 1.1

	2009	2010	2011	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I[2]
IMPORTES EFECTIVOS[3] (millones de euros)								
Total	11.390,7	16.012,7	17.317,5	3.237,0	4.797,6	6.336,5	2.946,5	2.457,9
Ampliaciones de capital	11.388,7	15.407,0	17.221,5	3.237,0	4.797,6	6.336,5	2.850,5	2.457,9
De ellas, mediante OPS	17,3	958,7	6.441,3	0,0	3.696,4	8,4	2.736,6	4,3
Tramo nacional	14,9	61,6	6.031,7	0,0	3.338,8	8,4	2.684,6	4,3
Tramo internacional	2,5	897,2	409,6	0,0	357,5	0,0	52,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1,9	605,7	96,0	0,0	0,0	0,0	96,0	0,0
Tramo nacional	1,9	79,1	94,8	0,0	0,0	0,0	94,8	0,0
Tramo internacional	0,0	526,7	1,2	0,0	0,0	0,0	1,2	0,0
IMPORTES NOMINALES[3] (millones de euros)								
Total	1.892,1	6.313,4	5.727,1	547,7	1.975,9	2.749,5	453,9	285,0
Ampliaciones de capital	1.892,0	6.304,4	5.721,1	547,7	1.975,9	2.749,5	447,9	285,0
De ellas, mediante OPS	0,1	1,9	2.092,9	0,0	1.871,3	0,5	221,0	0,1
Tramo nacional	0,1	1,8	1.910,6	0,0	1.693,4	0,5	216,7	0,0
Tramo internacional	0,0	0,1	182,3	0,0	177,9	0,0	4,4	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,0	9,0	6,0	0,0	0,0	0,0	6,0	0,0
Tramo nacional	0,0	8,9	5,9	0,0	0,0	0,0	5,9	0,0
Tramo internacional	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES[4]								
Total	53	69	91	17	23	26	26	15
Ampliaciones de capital	53	67	8	17	22	26	26	15
De ellas, mediante OPS	2	12	22	0	3	3	2	1
De ellas, liberadas	11	15	2	2	5	8	7	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	3	45	0	1	0	1	0
NÚMERO DE EMISORES[4]								
Total	34	46	45	13	16	22	15	10
Ampliaciones de capital	34	45	45	13	15	22	15	10
De ellas, mediante OPS	2	12	8	0	3	3	2	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: febrero 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 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I[1]
OFERTAS PÚBLICAS DE SUSCRIPCIÓN								
Total	17,3	958,7	6.441,3	0,0	3.696,4	8,4	2.736,6	4,3
Mercado nacional	14,9	61,6	3.335,8	0,0	3.327,4	8,4	0,0	4,3
Suscriptores minoristas	0,0	2,5	2.017,7	0,0	2.015,4	2,3	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	14,9	59,0	1.318,1	0,0	1.312,1	6,0	0,0	4,3
Mercado internacional	2,5	897,2	357,5	0,0	357,5	0,0	0,0	0,0
Empleados	0,0	0,0	11,4	0,0	11,4	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	2.736,6	0,0	0,0	0,0	2.736,6	0,0
OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA								
Total	1,9	605,7	96,0	0,0	0,0	0,0	96,0	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	0,0	0,0	96,0	0,0

1 Datos disponibles: febrero de 2012.

Sociedades admitidas a cotización[1]

CUADRO 1.3

				2011				2012
	2009	2010	2011	I	II	III	IV	I[2]
Mercado continuo (MC). Total[3]	133	129	130	130	130	130	130	129
Sin Nuevo mercado	133	129	130	130	130	130	130	129
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	6	6	7	7
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	5	4	5	4	4	4	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	28	28	27	27	24
Madrid	13	13	13	13	13	13	13	11
Barcelona	19	18	17	18	18	17	17	14
Bilbao	8	8	8	8	8	8	8	7
Valencia	6	6	6	6	6	6	6	4
Corros SICAV	1	1	0	1	1	0	0	0
MAB	3.251	3.144	3.083	3.121	3.091	3.088	3.083	3.064
Latibex	32	29	29	29	29	29	29	28

1 Datos a final de periodo.
2 Datos disponibles: febrero de 2012.
3 No incluye ETF (Exchange Traded Funds o fondos cotizados).

Capitalización[1]

CUADRO 1.4

				2011				2012
Millones de euros	2009	2010	2011	I	II	III	IV	I[2]
Mercado continuo (MC). Total[3]	531.194,2	565.585,2	498.148,1	619.538,0	609.135,8	568.142,8	498.148,1	510.195,2
Sin Nuevo mercado	531.194,2	565.585,2	498.148,1	619.538,0	609.135,8	568.142,8	498.148,1	510.195,2
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	104.571,0	103.403,8	1.357,3	82.471,4	92.615,1
Ibex 35	322.806,6	348.998,9	320.672,5	385.136,5	382.731,8	364.914,0	320.672,5	323.513,0
Segundo mercado	109,9	74,6	59,7	59,4	57,5	74,9	59,7	58,2
Madrid	22,8	24,7	25,5	25,5	23,6	26,4	25,5	24,0
Barcelona	87,1	49,9	34,2	33,9	33,9	48,5	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	3.980,3	3.835,4	3.859,2	3.704,9	3.536,7
Madrid	1.454,7	878,8	833,3	873,3	841,7	924,0	833,3	719,9
Barcelona	3.580,2	3.432,2	3.242,3	3.325,1	3.187,2	3.139,2	3.242,3	3.175,4
Bilbao	45,9	362,1	328,8	322,4	321,2	386,9	328,8	324,4
Valencia	760,4	458,7	240,2	426,4	423,6	475,2	240,2	232,8
Corros SICAV[5]	126,8	32,6	0,0	33,0	36,1	30,9	0,0	0,0
MAB[5]	24.718,6	26.340,8	23.646,0	26.581,5	26.043,0	23.271,1	23.646,0	24.524,5
Latibex	210.773,5	435.337,8	402.008,5	425.895,7	452.926,3	408.834,8	402.008,5	443.428,5

1 Datos a final de periodo.
2 Datos disponibles: febrero 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 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I[1]
Mercado continuo (MC). Total[2]	877.073,5	1.026.478,5	917.383,3	244.908,3	236.325,4	232.254,4	203.895,2	114.509,6
Sin Nuevo mercado	877.073,5	1.026.478,5	917.383,3	244.908,3	236.325,4	232.254,4	203.895,2	114.509,6
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	1.379,9	1.056,0	1.255,1	1.515,3	1.081,0
Segundo mercado	3,2	3,0	2,3	0,8	0,3	0,3	0,9	0,0
Madrid	2,0	2,8	1,7	0,5	0,1	0,3	0,8	0,0
Barcelona	1,2	0,3	0,5	0,3	0,2	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	18,1	7,5	9,9	7,4	12,9
Madrid	16,5	15,7	16,1	4,5	1,8	7,7	2,1	1,1
Barcelona	29,4	135,7	26,4	13,5	5,6	2,1	5,2	11,2
Bilbao	1,1	3,9	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	5,9	1,9	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	0,5
Corros SICAV	19,7	8,1	5,6	1,7	3,0	0,8	0,0	0,0
MAB	5.080,1	4.147,9	4.379,9	879,6	1.134,0	1.088,2	1.278,1	732,6
Latibex	434,7	521,2	357,7	102,3	89,4	93,1	72,9	47,4

1 Datos disponibles: febrero de 2012.
2 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación[1]

CUADRO 1.6

Millones de euros	2009	2010	2011	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I[2]
En sesión	833.854,9	983.584,5	873.485,4	235.958,6	225.422,9	216.374,5	195.729,5	111.060,1
Órdenes	499.182,8	541.879,8	505.870,1	153.546,1	119.669,8	134.441,1	98.213,1	66.660,9
Aplicaciones	51.335,8	58.678,1	69.410,4	22.522,2	13.555,7	17.797,8	15.534,7	8.129,3
Bloques	283.336,3	383.026,6	298.204,9	59.890,3	92.197,4	64.135,6	81.981,7	36.269,9
Fuera de hora	5.996,6	17.209,5	9.801,8	2.096,0	2.645,6	3.308,7	1.751,5	555,2
Autorizadas	4.695,6	2.660,5	3.492,6	843,3	676,6	1.212,2	760,5	917,7
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	7.188,9	312,0	4.216,8	0,0	233,8	3.983,1	0,0	0,0
OPV	1.325,0	1.448,2	3.922,1	0,0	0,0	3.922,1	0,0	0,0
Toma de razón	5.202,6	2.273,4	2.212,7	0,0	2.171,6	30,4	10,7	0,0
Ejercicio de opciones	11.443,2	11.474,7	11.730,3	3.501,6	2.717,4	1.545,9	3.965,4	408,4
Operaciones de cobertura	7.366,7	7.515,8	8.521,5	2.508,7	2.457,5	1.877,5	1.677,7	1.568,2

1 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds*).
2 Datos disponibles: febrero de 2012.

Operaciones de crédito

CUADRO 1.7

Millones de euros	2009	2010	2011	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I[1]
CONTRATACIÓN								
Préstamo de valores[2]	471.007,1	556.246,7	493.602,4	108.561,1	142.262,8	122.207,6	120.570,9	71.725,8
Crédito de valores para su venta[3]	704,3	598,0	518,3	212,3	112,9	110,0	83,1	48,6
Crédito para compra de valores[3]	106,4	65,9	73,0	19,8	11,4	17,2	24,7	10,5
SALDO VIVO								
Préstamo de valores[2]	47.322,2	36.195,9	35.626,7	39.779,8	39.553,6	33.213,4	35.626,7	34.401,0
Crédito de valores para su venta[3]	21,1	9,9	7,0	17,6	12,7	10,8	7,0	10,1
Crédito para compra de valores[3]	5,6	5,0	3,9	4,5	5,2	3,2	3,9	3,6

1 Datos disponibles: febrero de 2011.
2 Reguladas en la Ley del Mercado de Valores, art. 36.7, y la Orden ECO/764/2004.
3 Operaciones realizadas al amparo de la Orden de 25/03/1991, sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado.

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas[1] en la CNMV

CUADRO 1.8

	2009	2010	2011	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I[2]
NÚMERO DE EMISORES								
Total	168	115	101	43	42	28	44	27
Cédulas hipotecarias	27	25	30	14	15	9	16	10
Cédulas territoriales	1	6	7	2	4	2	5	5
Bonos y obligaciones no convertibles	50	39	23	10	12	6	9	12
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3	2	5	3	1	0	2	0
Bonos de titulización	68	36	34	8	9	9	14	3
Programas de pagarés	69	58	49	15	12	7	16	8
De titulización	2	2	2	0	1	0	1	0
Resto de pagarés	67	56	47	15	11	7	15	8
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	23	0	1	1	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	512	349	356	88	82	58	128	78
Cédulas hipotecarias	75	88	115	32	29	10	44	21
Cédulas territoriales	1	9	42	4	4	18	16	7
Bonos y obligaciones no convertibles	244	154	87	19	27	14	27	29
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	6	3	9	6	1	0	2	0
Bonos de titulización	76	36	48	10	9	9	20	13
Programas de pagarés	73	59	53	15	12	7	19	8
De titulización	2	2	2	0	1	0	1	0
Resto de pagarés	71	57	51	15	11	7	18	8
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	37	0	2	2	0	0	0	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	387.475,8	226.448,9	289.251,0	77.161,3	59.900,0	38.693,6	113.496,1	81.731,8
Cédulas hipotecarias	35.573,9	34.378,5	67.226,5	19.254,0	18.980,0	5.250,0	23.742,5	19.500,0
Cédulas territoriales	500,0	5.900,0	22.334,2	2.935,0	1.800,0	7.437,2	10.162,0	2.500,0
Bonos y obligaciones no convertibles	62.249,0	24.356,0	20.191,7	2.578,1	3.320,2	981,0	13.312,4	24.433,4
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3.200,0	968,0	7.125,9	681,6	1.500,0	0,0	4.944,3	0,0
Bonos de titulización	81.651,2	63.260,5	68.412,8	26.585,0	11.168,4	10.449,3	20.210,1	4.803,3
Tramo nacional	77.289,4	62.743,0	62.796,1	23.706,2	10.130,0	10.115,6	18.844,3	3.418,3
Tramo internacional	4.361,9	517,5	5.616,7	2.878,8	1.038,4	333,7	1.365,8	1.385,0
Pagarés de empresa[3]	191.341,7	97.586,0	103.760,0	24.927,6	23.131,3	14.576,1	41.124,9	30.495,2
De titulización	4.758,4	5.057,0	2.366,0	546,0	913,0	259,0	648,0	337,0
Resto de pagarés	186.583,3	92.529,0	101.394,0	24.381,6	22.218,3	14.317,1	40.476,9	30.158,2
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	200,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	20.988,5	9.154,2	29.277,3	5.407,9	2.997,5	4.664,3	16.207,6	372,0
Emisiones aseguradas	4.793,8	299,0	10,0	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Incluye expedientes de emisión y de admisión.
2 Datos disponibles: febrero 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 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I[1]
Total	388.455,0	223.404,5	278.594,2	70.790,8	68.289,8	36.499,9	103.013,8	73.634,8
Pagarés	191.427,7	99.784,4	102.042,0	25.096,2	23.094,5	13.827,9	40.023,5	33.554,3
Bonos y obligaciones	61.862,5	24.728,6	12.313,7	2.080,6	3.616,9	682,0	5.934,3	13.857,2
Cédulas hipotecarias	35.568,9	32.861,0	68.346,5	17.244,0	21.435,0	6.425,0	23.242,5	19.500,0
Cédulas territoriales	500,0	5.900,0	20.334,2	2.935,0	300,0	5.543,2	11.556,0	2.000,0
Bonos de titulización	85.542,9	60.030,5	75.357,8	23.235,0	19.843,4	10.021,9	22.257,5	4.723,3
Participaciones preferentes	13.552,9	100,0	200,0	200,0	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: febrero de 2012.

AIAF. Emisores, emisiones y saldo vivo

CUADRO 1.10

				2011				2012
	2009	2010	2011	I	II	III	IV	I[1]
NÚMERO DE EMISORES								
Total	614	634	613	631	613	608	613	609
Pagarés	67	60	45	56	46	50	45	49
Bonos y obligaciones	91	93	91	91	93	93	91	94
Cédulas hipotecarias	29	33	43	35	36	39	43	46
Cédulas territoriales	11	12	13	12	12	12	13	16
Bonos de titulización	442	459	437	458	441	433	437	428
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	3.570	3.454	3.536	4.382	4.891
Pagarés	1.507	958	1.778	911	851	944	1.778	2.326
Bonos y obligaciones	611	645	624	631	627	630	624	634
Cédulas hipotecarias	202	253	296	267	277	283	296	294
Cédulas territoriales	25	26	49	28	29	40	49	52
Bonos de titulización	1.629	1.641	1.527	1.625	1.562	1.531	1.527	1.477
Participaciones preferentes	96	93	94	94	94	94	94	94
Bonos matador	14	14	14	14	14	14	14	14
SALDO VIVO[2] (millones de euros)								
Total	870.981,1	850.181,7	882.395,1	854.735,5	849.569,3	844.342,4	882.395,1	883.429,5
Pagarés	41.647,0	23.233,6	37.549,1	24.274,6	22.123,1	18.813,5	37.549,1	53.124,4
Bonos y obligaciones	150.886,3	146.077,7	131.756,8	139.744,8	136.241,1	131.918,0	131.756,8	132.617,9
Cédulas hipotecarias	185.343,8	195.734,8	241.149,7	202.528,8	219.313,8	223.913,8	241.149,7	251.602,4
Cédulas territoriales	16.030,0	18.350,0	31.884,2	20.485,0	20.285,0	24.028,2	31.884,2	31.834,2
Bonos de titulización	442.831,5	434.835,1	407.908,0	435.551,9	419.458,0	413.520,5	407.908,0	393.235,0
Participaciones preferentes	33.183,8	30.891,8	31.088,6	31.091,8	31.089,6	31.089,6	31.088,6	19.956,9
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: febrero de 2012.
2 Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.11

Importes nominales en millones de euros				2011				2012
	2009	2010	2011	I	II	III	IV	I[1]
POR TIPO DE ACTIVO								
Total	4.658.633,2	4.383.118,7	7.388.185,7	2.540.940,4	1.618.996,9	1.662.056,5	1.566.191,9	741.670,5
Pagarés	533.331,0	385.238,9	227.534,5	67.260,3	57.492,7	49.896,0	52.885,6	37.547,6
Bonos y obligaciones	321.743,0	922.393,1	484.705,8	241.674,3	96.130,6	89.289,3	57.611,6	25.599,5
Cédulas hipotecarias	263.150,0	271.441,8	662.177,0	169.889,3	115.484,5	105.436,4	271.366,9	162.580,2
Cédulas territoriales	7.209,0	14.458,2	544.780,9	32.764,3	43.117,1	68.254,4	400.645,2	177.384,2
Bonos de titulización	3.527.486,4	2.784.775,4	5.462.806,2	2.028.138,1	1.303.425,0	1.348.043,0	783.200,2	331.353,4
Participaciones preferentes	5.668,5	4.635,7	6.065,0	1.178,3	3.337,6	1.085,5	463,6	7.203,8
Bonos matador	45,2	175,7	116,3	35,9	9,5	51,9	18,9	1,8
POR TIPO DE OPERACIÓN								
Total	4.658.633,2	4.383.118,7	7.388.185,7	2.540.940,4	1.618.996,9	1.662.056,5	1.566.191,9	741.670,5
Simple	378.348,4	288.927,3	343.099,6	100.126,8	78.598,4	60.680,5	103.693,8	96.467,6
Repo	362.068,7	304.493,2	198.514,7	55.980,9	51.485,2	47.765,9	43.282,7	27.423,7
Simultánea	3.918.216,1	3.789.698,3	6.846.571,5	2.384.832,7	1.488.913,3	1.553.610,1	1.419.215,4	617.779,2

1 Datos disponibles: febrero de 2012.

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros				2011				2012
	2009	2010	2011	I	II	III	IV	I[1]
Total	681.946,6	553.896,6	487.543,3	136.405,9	120.560,2	99.716,4	130.860,7	102.990,7
Sociedades no financieras	256.224,6	162.949,5	131.765,2	36.362,7	37.287,8	30.082,8	28.031,9	15.705,8
Instituciones financieras	298.909,1	289.950,4	256.975,8	67.797,2	55.419,8	52.743,5	81.015,3	66.275,0
Entidades de crédito	125.547,5	102.372,1	139.538,2	34.359,6	27.624,9	25.982,2	51.571,4	44.167,2
IIC, seguros y fondos de pensiones	115.865,3	125.899,4	103.899,9	24.511,6	25.796,8	25.835,3	27.756,3	20.975,4
Otras entidades financieras	57.496,3	61.678,9	13.537,7	8.926,0	1.998,1	926,0	1.687,6	1.132,4
Administraciones públicas	5.808,5	3.117,7	2.602,7	295,8	392,8	1.336,2	577,9	3.231,7
Hogares e ISFLSH[2]	14.647,8	14.244,4	10.230,3	1.866,8	2.817,3	1.846,8	3.699,4	2.095,3
Resto del mundo	106.356,6	83.634,6	85.969,3	30.083,5	24.642,5	13.707,1	17.536,3	15.682,9

1 Datos disponibles: febrero de 2012.
2 Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

Admisión a bolsa[1]

CUADRO 1.13

	2009	2010	2011	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I[2]
IMPORTES NOMINALES (millones de euros)								
Total	5.866,8	868,0	2.681,6	500,0	681,6	1.500,0	0,0	4.875,9
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	500,0	681,6	1.500,0	0,0	4.875,9
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	4	1	0	2
Bonos y obligaciones no convertibles	0	7	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	4	1	6	1	4	1	0	2
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: febrero de 2012.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.14

	2009	2010	2011	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I[1]
NÚMERO DE EMISORES								
Total	62	60	59	57	59	59	59	57
Emisores privados	48	46	46	44	46	46	46	44
Sociedades no financieras	6	5	4	4	4	4	4	4
Instituciones financieras privadas	42	41	42	40	42	42	42	40
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	237	245	243	240	233
Emisores privados	155	145	133	137	137	134	133	129
Sociedades no financieras	10	7	6	7	7	7	6	6
Instituciones financieras privadas	145	138	127	130	130	127	127	123
Administraciones públicas[2]	114	102	107	100	108	109	107	104
Comunidades autónomas	76	64	74	63	72	74	74	72
SALDO VIVO[3] (millones de euros)								
Total	36.299,5	41.091,3	43.817,5	41.497,4	45.280,8	43.183,1	43.817,5	48.170,0
Emisores privados	21.600,9	19.261,5	17.759,6	19.301,5	19.017,9	17.524,3	17.759,6	22.075,6
Sociedades no financieras	1.783,7	376,6	375,4	375,8	375,8	375,8	375,4	375,4
Instituciones financieras privadas	19.817,2	18.884,8	17.384,2	18.925,7	18.642,1	17.148,5	17.384,2	21.700,2
Administraciones públicas[2]	14.698,6	21.829,9	26.057,8	22.195,9	26.262,9	25.658,8	26.057,8	26.094,4
Comunidades autónomas	12.338,3	19.442,4	24.014,4	19.812,5	23.992,9	23.489,5	24.014,4	24.125,9

1 Datos disponibles: febrero de 2012.
2 No incluye deuda anotada.
3 Importes nominales.

Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.15

Importes nominales en millones de euros	2009	2010	2011	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I[1]
Mercado electrónico	633,0	504,5	385,4	91,9	85,9	98,8	108,9	72,5
Corros	4.008,4	7.525,6	4.942,5	2.398,6	597,7	409,0	1.537,2	1.057,4
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	2.379,4	578,6	398,3	1.529,1	1.056,6
Bilbao	4,6	2,3	0,5	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Valencia	182,7	376,6	56,6	19,0	18,9	10,7	8,0	0,7
Deuda anotada	49,1	331,1	883,4	4,4	187,8	471,8	219,4	250,5
Deuda comunidades autónomas	70.065,8	62.029,0	63.443,7	11.816,0	16.846,2	14.624,3	20.157,2	8.798,6

1 Datos disponibles: febrero 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 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I[1]
Total	202.120,5	265.966,0	84.090,9	27.593,2	28.318,9	17.039,0	11.139,9	12.477,0
Simples	114.314,0	110.011,0	81.905,0	27.293,0	26.482,0	17.039,0	11.091,0	12.477,0
Simultáneas	86.806,5	155.433,0	2.185,9	300,2	1.836,9	0,0	48,9	0,0
Otras operaciones	1.000,0	522,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: febrero 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 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I[1]
Sobre deuda	18	14	18	6	4	4	4	2
Futuro sobre bono nocional[2]	18	14	18	6	4	4	4	2
Sobre Ibex 35[3, 4]	6.187.544	6.946.167	5.822.418	1.715.193	1.404.588	1.635.571	1.067.066	653.902
Futuro sobre Ibex 35 plus	5.436.989	6.280.999	5.291.956	1.575.272	1.280.699	1.484.184	951.801	601.125
Futuro mini sobre Ibex 35	314.829	357.926	307.411	90.048	72.265	91.073	54.025	29.611
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	–	–	3.154	1.155	1.400	499	100	317
Opción call mini	230.349	122.158	86.096	17.606	19.733	25.590	23.167	10.213
Opción put mini	205.377	185.083	133.801	31.111	30.491	34.225	37.973	12.636
Sobre acciones[5]	80.114.693	57.291.482	55.082.944	16.374.082	12.414.999	11.294.858	14.999.005	7.714.596
Futuros	44.586.779	19.684.108	24.758.956	8.006.039	5.337.121	5.510.377	5.905.419	2.769.481
Futuros sobre dividendos de acciones	–	–	–	–	–	–	–	1.500
Opción call	18.864.840	17.186.515	12.050.946	3.761.646	2.618.584	2.365.550	3.305.166	2.119.677
Opción put	16.663.074	20.420.859	18.273.042	4.606.397	4.459.294	3.418.931	5.788.420	2.823.938
Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex								
Sobre deuda[6]	558.848	373.113	267.713	90.405	75.174	56.239	45.895	25.672
Sobre índices[7]	835.159	604.029	451.016	106.551	96.795	137.083	110.587	44.567

1 Datos disponibles: febrero de 2012.
2 Nominal del contrato: 100 mil euros.
3 El número de los contratos mini (multiplicador de 1 euro) se ha homogeneizado al tamaño de los contratos de los futuros sobre Ibex 35 plus (multiplicador de 10 euros).
4 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.
5 Nominal del contrato: 100 acciones.
6 Futuros sobre Bund, Bobl y Schatz.
7 Futuros sobre Dax 30, DJ EuroStoxx 50 y DJ Stoxx 50.

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

Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.18

	2009	2010	2011	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I[1]
WARRANTS[2]								
Importe de las primas (millones de euros)	5.165,1	4.915,3	5.544,6	1.174,6	891,4	1.491,8	1.986,8	556,4
Sobre acciones	2.607,1	2.537,4	3.211,7	666,8	462,2	804,6	1.278,1	272,2
Sobre índices	2.000,1	1.852,6	1.786,8	387,8	293,9	504,9	600,1	211,7
Otros[3]	558,0	525,4	546,0	120,0	135,2	182,2	108,6	72,5
Número de emisiones	7.342	8.375	9.237	1.946	1.842	2.305	3.144	757
Número de emisores	9	9	9	7	6	6	7	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: febrero 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

				2011				2012
	2009	2010	2011	I	II	III	IV	I[1]
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	1.768,4	1.603,2	1.550,2	466,4	286,0	452,9	344,9	165,7
Sobre acciones nacionales	809,9	759,8	654,2	212,5	129,8	175,1	136,8	72,0
Sobre acciones extranjeras	97,6	60,7	97,8	23,7	15,3	23,0	35,8	22,6
Sobre índices	761,2	689,5	518,2	157,1	75,3	149,9	136,0	48,3
Otros[2]	99,7	93,2	280,0	73,1	65,6	104,9	36,4	22,8
Número de emisiones[3]	8.038	7.750	13.165	2.746	3.038	3.940	3.441	2.628
Número de emisores[3]	10	10	9	9	9	9	9	9
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	39,2	22,0	92,1	4,1	9,3	56,2	22,5	4,4
Número de emisiones[3]	22	16	32	11	10	7	4	4
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	1.081,7	571,1	815,5	1.027,0	636,0
Número de fondos	32	65	75	67	67	67	75	75
Patrimonio[4] (millones de euros)	1.648,4	827,8	327,2	859,4	867,3	710,2	327,2	n.d.

1 Datos disponibles: febrero 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 MFAO[1]

CUADRO 1.20

				2011				2012
Número de contratos	2009	2010	2011	I	II	III	IV	I[2]
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante[3]	135.705	165.840	63.173	23.120	16.401	13.951	9.701	6.575

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.
2 Datos disponibles: febrero de 2012.
3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

2 Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

				2011				2012
	2009	2010	2011	I	II	III	IV	I[1]
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	50	50	49	50	50	50	49	48
Sucursales	78	80	78	80	79	79	78	26
Representantes	6.102	6.560	6.589	6.560	6.518	6.520	6.589	6.534
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	50	45	45	45	45	45	45	45
Sucursales	9	13	14	13	13	13	14	12
Representantes	638	689	655	689	652	655	655	638
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	3
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO[2]								
Entidades nacionales	16	58	82	58	64	78	82	85
ENTIDADES DE CRÉDITO[3]								
Entidades nacionales	193	186	187	186	189	188	187	190

1 Datos disponibles: febrero 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

				2011				2012
	2009	2010	2011	I	II	III	IV	I[1]
Total	2.346	2.671	2.814	2.671	2.743	2.786	2.814	2.848
ESI[2] en el Espacio Económico Europeo	1.922	2.238	2.377	2.238	2.303	2.346	2.377	2.406
Con sucursal	36	40	36	40	40	39	36	36
En libre prestación de servicios	1.886	2.198	2.341	2.198	2.263	2.307	2.341	2.370
Entidades de crédito[3]	424	433	437	433	440	440	437	442
Comunitarias	414	423	429	423	430	430	429	434
Con sucursal	53	55	55	55	56	55	55	55
En libre prestación de servicios	360	368	374	368	374	375	374	379
Filiales en libre prestación de servicios	1	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	10	10	8	10	10	10	8	8
Con sucursal	8	8	7	8	8	8	7	7
En libre prestación de servicios	2	2	1	2	2	2	1	1

1 Datos disponibles: febrero de 2012.
2 Empresas de servicios de inversión.
3 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado[1]

CUADRO 2.3

	IV 2010				IV 2011			
Millones de euros	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total
RENTA FIJA								
Total	568.494	2.483.646	191.695	3.243.835	894.746	1.963.649	131.870	2.990.265
Sociedades de valores	106.320	724.682	134.977	965.979	104.750	557.772	88.465	750.987
Agencias de valores	462.174	1.758.964	56.718	2.277.856	789.996	1.405.877	43.405	2.239.278
RENTA VARIABLE								
Total	272.015	1.060	24.879	297.954	187.116	1.051	15.099	203.266
Sociedades de valores	265.836	826	23.711	290.373	182.389	931	13.822	197.142
Agencias de valores	6.179	234	1.168	7.581	4.727	120	1.277	6.124

1 Datos acumulados del periodo. Periodicidad trimestral.

Intermediación de operaciones de derivados[1,2]

CUADRO 2.4

Millones de euros	IV 2010 Mercados organizados nacionales	IV 2010 Mercados organizados extranjeros	IV 2010 Mercados no organizados	IV 2010 Total	IV 2011 Mercados organizados nacionales	IV 2011 Mercados organizados extranjeros	IV 2011 Mercados no organizados	IV 2011 Total
Total	667.004	2.136.999	269.685	3.073.688	455.161	1.377.814	125.661	1.958.636
Sociedades de valores	664.711	1.327.823	168.331	2.160.865	454.034	1.264.793	64.552	1.783.379
Agencias de valores	2.293	809.176	101.354	912.823	1.127	113.021	61.109	175.257

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 nocional de los valores o principal a los que alcance el contrato. El importe de las operaciones sobre opciones será el precio de ejercicio del instrumento subyacente multiplicado por el número de instrumentos comprometidos.
2 Datos acumulados del periodo. Periodicidad trimestral.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado[1]

CUADRO 2.5

	IV 2010 IIC[2]	IV 2010 Otras[3]	IV 2010 Total	IV 2011 IIC[2]	IV 2011 Otras[3]	IV 2011 Total
NÚMERO DE CARTERAS						
Total	115	13.116	13.231	147	13.262	13.409
Sociedades de valores	67	7.463	7.530	89	6.394	6.483
Agencias de valores	43	3.647	3.690	53	3.584	3.637
Sociedades gestoras de cartera	5	2.006	2.011	5	3.284	3.289
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)						
Total	1.798.097	7.549.411	9.347.508	1.924.432	7.630.157	9.554.589
Sociedades de valores	838.039	3.240.629	4.078.668	961.931	3.204.236	4.166.167
Agencias de valores	848.597	1.531.418	2.380.015	863.856	1.498.088	2.361.944
Sociedades gestoras de cartera	111.461	2.777.364	2.888.825	98.645	2.927.833	3.026.478

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 asesorado[1]

CUADRO 2.6

	IV 2010 Clientes minoristas	IV 2010 Clientes profesionales	IV 2010 Total[2]	IV 2011 Clientes minoristas	IV 2011 Clientes profesionales	IV 2011 Total[2]
NÚMERO DE CONTRATOS						
Total	5.558	78	5.642	7.602	124	7.748
Sociedades de valores	1.354	6	1.366	1.492	12	1.509
Agencias de valores	3.311	63	3.374	4.736	102	4.855
Sociedades gestoras de cartera	893	9	902	1.374	10	1.384
PATRIMONIO ASESORADO (miles de euros)						
Total	2.433.616	4.611.333	7.480.340	3.333.448	4.466.705	8.156.953
Sociedades de valores	557.140	261.782	1.254.313	863.386	61.711	1.213.014
Agencias de valores	1.494.751	938.323	2.433.074	1.875.867	1.018.647	2.963.397
Sociedades gestoras de cartera	381.725	3.411.229	3.792.953	594.195	3.386.347	3.980.542

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 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I[2]
I. Margen de intereses	163.272	102.054	91.542	15.186	52.973	77.901	91.542	2.249
II. Comisiones netas	562.082	533.858	490.517	157.082	275.520	382.225	490.517	36.785
Comisiones percibidas	782.214	798.152	776.641	231.177	419.375	606.095	776.641	56.750
Tramitación y ejecución de órdenes	548.362	555.207	529.711	166.934	285.047	417.529	529.711	39.123
Colocación y aseguramiento de emisiones	26.326	8.499	7.446	1.057	2.830	5.113	7.446	235
Depósito y anotación de valores	16.183	22.367	21.060	5.465	10.887	15.821	21.060	1.759
Gestión de carteras	11.768	13.880	16.186	4.180	7.911	11.867	16.186	1.216
Diseño y asesoramiento	60.477	53.722	60.713	16.802	39.550	49.366	60.713	3.996
Búsqueda y colocación de paquetes	10	36	484	179	184	484	484	0
Operaciones de crédito al mercado	14	9	8	2	4	6	8	2
Comercialización de IIC	63.341	65.487	59.588	16.053	31.359	45.594	59.588	4.217
Otras	55.733	78.944	81.445	20.503	41.601	60.315	81.445	6.202
Comisiones satisfechas	220.133	264.294	286.124	74.095	143.855	223.870	286.124	19.965
III. Resultado de inversiones financieras	45.266	48.588	271.955	28.085	38.782	150.060	271.955	-52.553
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	21.820	26.081	-194.355	2.089	-5.173	-115.556	-194.355	64.659
V. Margen bruto	792.440	710.580	659.659	202.442	362.102	494.630	659.659	51.140
VI. Resultado de explotación	339.706	276.253	207.379	88.668	142.774	174.724	207.379	16.767
VII. Resultado de actividades continuadas	250.984	196.834	148.553	73.044	121.402	149.362	148.553	13.712
VIII. Resultado neto del ejercicio	250.984	196.834	148.553	73.044	121.402	149.362	148.553	13.712

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: enero de 2012.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros[1]	Margen de intereses IV 2010	Margen de intereses IV 2011	Inversiones financieras IV 2010	Inversiones financieras IV 2011	Diferencias de cambio y otras partidas IV 2010	Diferencias de cambio y otras partidas IV 2011	Total IV 2010	Total IV 2011
Total	102.053	91.541	48.588	271.956	30.455	-205.427	181.096	158.070
Activos monetarios y deuda pública	5.787	2.327	11.749	14.131	–	–	17.536	16.458
Otros valores de renta fija	21.773	20.241	45.781	58.800	–	–	67.554	79.041
Cartera interior	20.174	17.903	35.160	49.149	–	–	55.334	67.052
Cartera exterior	1.599	2.338	10.621	9.651	–	–	12.220	11.989
Renta variable	76.685	54.249	208.097	-460.991	–	–	284.782	-406.742
Cartera interior	57.237	36.991	-66.514	-26.610	–	–	-9.277	10.381
Cartera exterior	19.448	17.258	274.611	-434.381	–	–	294.059	-417.123
Derivados	–	–	-229.222	669.747	–	–	-229.222	669.747
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-2.166	785	–	–	–	–	-2.166	785
Operaciones de crédito al mercado	0	0	–	–	–	–	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	-359	16.668	–	–	–	–	-359	16.668
Diferencias de cambio netas	–	–	–	–	24.445	-198.307	24.445	-198.307
Otros productos y cargas de explotación	–	–	–	–	1.635	3.952	1.635	3.952
Otras operaciones	333	-2.729	12.183	-9.731	4.375	-11.072	16.891	-23.532

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

				2011				2012
Miles de euros[1]	2009	2010	2011	I	II	III	IV	I[2]
I. Margen de intereses	2.652	1.629	2.480	351	1.144	1.761	2.480	134
II. Comisiones netas	127.410	109.165	97.884	26.048	50.423	73.058	97.884	7.830
Comisiones percibidas	144.373	126.055	112.349	29.798	57.899	84.174	112.349	9.016
Tramitación y ejecución de órdenes	53.988	38.176	36.354	10.080	19.345	27.974	36.354	3.037
Colocación y aseguramiento de emisiones	2.989	2.748	2.870	350	1.181	2.289	2.870	14
Depósito y anotación de valores	509	366	440	97	191	288	440	64
Gestión de carteras	19.633	19.489	12.351	3.818	6.760	9.572	12.351	989
Diseño y asesoramiento	2.806	3.618	5.349	1.147	2.634	4.007	5.349	414
Búsqueda y colocación de paquetes	0	304	61	174	538	61	61	0
Operaciones de crédito al mercado	28	27	42	10	13	24	42	2
Comercialización de IIC	23.966	23.946	21.381	5.828	11.097	16.514	21.381	1.649
Otras	40.453	37.381	33.501	8.294	16.141	23.445	33.501	2.847
Comisiones satisfechas	16.963	16.890	14.465	3.750	7.476	11.116	14.465	1.186
III. Resultado de inversiones financieras	1.709	456	623	151	-54	-293	623	174
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-1.111	-1.416	-1.539	-455	-1.306	-1.446	-1.539	-148
V. Margen bruto	130.661	109.834	99.448	26.095	50.207	73.080	99.448	7.990
VI. Resultado de explotación	9.090	9.457	7.757	3.444	5.568	6.168	7.757	442
VII. Resultado de actividades continuadas	4.862	6.452	5.488	3.298	5.289	6.232	5.488	322
VIII. Resultado neto del ejercicio	4.862	6.452	5.488	3.298	5.289	6.232	5.488	322

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: enero de 2012.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera

CUADRO 2.10

				2011				2012
Miles de euros[1]	2009	2010	2011	I	II	III	IV	I[2]
I. Margen de intereses	341	407	682	154	293	485	682	69
II. Comisiones netas	10.734	10.097	7.987	1.897	3.840	5.698	7.987	647
Comisiones percibidas	21.750	20.994	18.476	4.531	9.123	13.568	18.476	1.487
Gestión de carteras	18.463	18.020	16.582	4.224	8.323	12.367	16.582	1.343
Diseño y asesoramiento	2.698	1.160	1.894	307	800	1.201	1.894	144
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	2.634	5.283	7.870	10.489	840
III. Resultado de inversiones financieras	92	51	186	243	233	192	186	-3
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-383	21	-10	13	-19	-41	-10	-5
V. Margen bruto	10.784	10.577	8.845	2.307	4.347	6.334	8.845	708
VI. Resultado de explotación	1.296	1.154	1.525	415	677	886	1.525	128
VII. Resultado de actividades continuadas	889	939	1.041	304	490	627	1.041	85
VIII. Resultado neto del ejercicio	889	939	1.041	304	490	627	1.041	85

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: enero de 2012.

Margen de cobertura de los recursos propios sobre el coeficiente de solvencia[1]

CUADRO 2.11

Miles de euros	Exceso		Número de entidades según porcentaje del exceso									
	Importe total	%[2]	< 50	< 100	< 150	< 200	< 300	< 400	< 500	< 750	< 1000	> 1000
Total	1.219.553	321,37	13	23	8	6	9	10	9	11	4	7
Sociedades de valores	1.134.406	345,52	3	9	1	2	7	8	5	7	2	5
Agencias de valores	68.007	189,22	10	11	7	3	2	1	4	4	2	1
Sociedades gestoras de cartera	17.140	112,61	0	3	0	1	0	1	0	0	0	1

1 Datos disponibles: diciembre de 2011.
2 El porcentaje medio se obtiene ponderando por los recursos propios exigibles de cada entidad. Es un indicador del número de veces, en términos porcentuales, que el exceso contiene a los recursos propios exigibles en una entidad promedio.

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos[1,2]

CUADRO 2.12

	Media[3]	Número de entidades según su rentabilidad anualizada							
		Pérdidas	0-5%	6-15%	16-30%	31-45%	46-60%	61-75%	76-100%	>100%
Total	13,22	32	21	23	11	3	4	1	2	3
Sociedades de valores	13,79	13	12	12	5	2	2	0	0	3
Agencias de valores	7,46	18	8	8	5	1	2	1	2	0
Sociedades gestoras de cartera	4,70	1	1	3	1	0	0	0	0	0

1 El ROE se ha calculado como:

$$ROE = \frac{\text{Bº antes de impuestos (anualizado)}}{\text{Fondos propios}}$$

Fondos Propios = Capital + Prima de emisión + Reservas - Valores propios + Remanentes y resultados de ejercicios anteriores - Dividendos y retribuciones.
2 Datos disponibles: diciembre de 2011.
3 Media ponderada por fondos propios, en %.

Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes

CUADRO 2.13

Miles de euros	2008	2009	2010	2010		2011	
				I	II	I	II
PATRIMONIOS ASESORADOS[1]							
Total	1.410.985	15.802.743	17.206.331	11.929.643	15.802.743	16.498.814	17.206.331
Clientes minoristas	364.284	1.715.084	2.168.957	1.164.130	1.715.084	1.895.320	2.168.957
Clientes profesionales	1.046.702	13.995.206	13.963.983	10.746.313	13.995.206	14.501.823	13.963.983
Otros	0	92.453	1.073.391	19.200	92.453	101.671	1.073.391
INGRESOS POR COMISIONES[2]							
Total	3.183	20.745	29.778	7.783	20.745	14.116	29.778
Comisiones percibidas	3.183	20.629	29.586	7.726	20.629	14.080	29.586
Otros ingresos	0	116	192	57	116	36	192
PATRIMONIO NETO							
Total	1.500	10.057	11.475	9.312	10.057	10.469	11.475
Capital social	1.043	3.014	3.895	2.379	3.014	3.386	3.895
Reservas y remanentes	36	242	1.186	3.333	242	2.915	1.186
Resultado del ejercicio[2]	421	6.801	6.394	3.600	6.801	4.168	6.394

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

				2011				2012
	2009	2010	2011	I	II	III	IV	I[1]
Total IIC de carácter financiero	5.892	5.627	5.460	5.603	5.551	5.491	5.460	5.422
Fondos de inversión	2.593	2.429	2.341	2.436	2.410	2.356	2.341	2.317
Sociedades de inversión	3.232	3.133	3.056	3.105	3.077	3.070	3.056	3.041
IIC de IIC de inversión libre	38	32	27	29	28	28	27	27
IIC de inversión libre	29	33	36	33	36	37	36	37
Total IIC inmobiliarias	16	16	14	16	16	15	14	14
Fondos de inversión inmobiliaria	8	8	6	8	8	6	6	6
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	8	8	8	8	9	8	8
Total IIC extranjeras comercializadas en España	582	660	739	669	695	695	739	748
Fondos extranjeros comercializados en España	324	379	426	383	395	395	426	428
Sociedades extranjeras comercializadas en España	258	281	313	286	300	300	313	320
SGIIC	120	123	114	120	118	117	114	113
Depositarias IIC	124	114	97	113	107	101	97	92

1 Datos disponibles: febrero de 2012.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

				2011				2012
	2009	2010	2011[1]	I	II	III	IV[1]	I[2]
Total IIC de carácter financiero	5.895.009	5.578.524	5.248.683	5.575.863	5.460.738	5.358.838	5.248.683	5.226.290
Fondos de inversión	5.475.403	5.160.889	4.834.061	5.160.482	5.044.106	4.942.074	4.834.061	4.813.046
Sociedades de inversión	419.606	417.635	414.622	415.381	416.632	416.764	414.622	413.244
Total IIC inmobiliarias	84.511	76.223	30.678	34.690	32.906	32.356	30.678	30.721
Fondos de inversión inmobiliaria	83.583	75.280	29.735	33.747	31.963	31.412	29.735	29.778
Sociedades de inversión inmobiliaria	928	943	943	943	943	944	943	943
Total IIC extranjeras comercializadas en España[3]	685.094	865.767	761.380	855.929	856.882	803.801	761.380	–
Fondos extranjeros comercializados en España	139.102	193.233	177.832	197.965	195.525	185.665	177.832	–
Sociedades extranjeras comercializadas en España	545.992	666.534	583.548	657.964	661.357	618.136	583.548	–

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.
2 Datos disponibles: enero 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

				2011				2012
Millones de euros	2009	2010	2011[1]	I	II	III	IV[1]	I[2]
Total IIC de carácter financiero	196.472,5	170.073,1	155.982,8	170.919,4	166.446,6	157.942,6	155.982,8	156.212,9
Fondos de inversión[3]	170.547,7	143.918,2	132.368,6	144.428,0	140.351,3	134.033,7	132.368,6	132.075,7
Sociedades de inversión	25.924,8	26.155,0	23.614,2	26.491,4	26.095,4	23.908,9	23.614,2	24.137,2
Total IIC inmobiliarias	6.773,7	6.437,5	4.807,1	6.403,6	6.313,7	6.260,8	4.807,1	4.797,0
Fondos de inversión inmobiliaria	6.465,1	6.115,6	4.494,6	6.083,3	5.995,5	4.597,3	4.494,6	4.483,7
Sociedades de inversión inmobiliaria	308,6	321,9	312,5	320,3	318,2	1.663,4	312,5	313,3
Total IIC extranjeras comercializadas en España[4]	25.207,2	36.692,9	29.969,5	37.639,1	35.582,2	30.967,3	29.969,5	–
Fondos extranjeros comercializados en España	5.215,1	8.535,9	6.382,9	8.092,4	7.303,2	6.446,0	6.382,9	–
Sociedades extranjeras comercializadas en España	19.992,0	28.156,9	23.586,6	29.546,6	28.279,0	24.521,3	23.586,6	–

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.
2 Datos disponibles: enero 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 diciembre de 2011, del orden de 5.882 millones de euros.
4 No se incluyen datos de los ETF.

a En las referencias a los «Fondos de inversión» de todo el capítulo, no se incluyen los fondos de inversión libre ni los fondos de IIC de inversión libre.

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión[1]

CUADRO 3.4

				2010	2011			
Millones de euros	2009	2010	2011[2]	IV	I	II	III	IV[2]
Patrimonio	170.547,7	143.918,1	132.368,6	143.918,2	144.428,0	140.351,3	134.033,7	132.368,6
Cartera de inversiones financieras	163.165,5	137.295,4	126.369,9	137.296,1	137.441,4	133.666,7	127.577,1	126.369,9
Cartera interior	100.642,6	89.630,2	90.395,3	89.632,4	92.205,9	91.324,1	90.914,4	90.395,3
Valores representativos de deuda	74.628,9	68.575,1	72.076,1	68.574,5	71.784,6	70.905,2	72.151,4	72.076,1
Instrumentos de patrimonio	4.741,0	3.829,2	3.087,0	3.829,2	3.990,4	3.944,8	3.179,1	3.087,0
Instituciones de inversión colectiva	9.041,5	7.338,6	6.038,5	7.338,6	6.338,4	6.387,3	6.192,3	6.038,5
Depósitos en EECC	11.552,2	9.460,8	8.961,2	9.460,8	9.635,7	9.665,8	9.208,1	8.961,2
Derivados	679,0	426,2	232,5	429,0	456,5	420,9	183,4	232,5
Otros	0,0	0,4	0,0	0,4	0,3	0,0	0,0	0,0
Cartera exterior	62.487,1	47.626,5	35.967,0	47.625,1	45.198,1	42.330,3	36.656,4	35.967,0
Valores representativos de deuda	48.435,3	30.337,4	22.713,6	30.337,4	26.875,7	24.576,1	23.293,2	22.713,6
Instrumentos de patrimonio	7.783,2	8.385,8	7.037,3	8.386,4	8.604,6	8.758,1	6.694,9	7.037,3
Instituciones de inversión colectiva	5.666,4	8.404,7	6.061,5	8.404,7	9.252,4	8.548,4	6.581,2	6.061,5
Depósitos en EECC	82,4	108,0	23,0	108,0	85,6	61,2	53,7	23,0
Derivados	518,7	387,1	130,6	385,1	376,5	384,2	31,4	130,6
Otros	1,1	3,6	1,1	3,6	3,3	2,4	2,0	1,1
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	35,8	38,6	7,5	38,6	37,4	12,2	6,3	7,5
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	5.837,7	6.531,3	6.876,8	6.459,0	6.000,3	5.837,7
Neto deudores/acreedores	114,5	91,4	161,0	90,7	109,8	225,5	456,3	161,0

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

				2010	2011			
Millones de euros	2009	2010	2011[1]	IV	I	II	III	IV[1]
Patrimonio	25.924,8	26.155,0	23.614,2	26.155,0	26.491,4	26.095,4	23.908,9	23.614,2
Cartera de inversiones financieras	24.813,5	25.187,3	22.522,1	25.187,1	25.262,0	24.915,3	22.592,7	22.522,1
Cartera interior	13.514,3	12.881,4	12.385,2	12.880,2	12.863,2	12.848,1	12.405,1	12.385,2
Valores representativos de deuda	7.400,5	5.435,9	7.460,8	5.435,9	5.870,6	6.628,9	7.021,7	7.460,8
Instrumentos de patrimonio	3.376,3	2.988,6	2.508,5	2.989,5	3.033,8	2.993,4	2.663,5	2.508,5
Instituciones de inversión colectiva	1.091,1	758,7	667,4	756,5	800,9	815,7	741,8	667,4
Depósitos en EECC	1.631,5	3.675,2	1.721,7	3.675,2	3.133,2	2.381,5	1.963,5	1.721,7
Derivados	-6,6	-5,9	-5,4	-5,9	-4,9	-2,1	-17,0	-5,4
Otros	21,7	29,0	32,4	29,0	29,6	30,6	31,6	32,4
Cartera exterior	11.294,2	12.298,1	10.131,3	12.300,0	12.391,9	12.061,0	10.181,8	10.131,3
Valores representativos de deuda	4.606,6	3.606,8	3.070,6	3.606,8	3.407,6	3.241,5	2.948,1	3.070,6
Instrumentos de patrimonio	3.559,3	4.166,0	3.384,3	4.166,0	4.381,9	4.264,5	3.432,9	3.384,3
Instituciones de inversión colectiva	2.987,4	4.390,5	3.516,3	4.392,6	4.416,0	4.349,3	3.670,2	3.516,3
Depósitos en EECC	26,3	12,1	10,8	12,1	47,1	45,4	13,4	10,8
Derivados	113,0	119,9	145,4	119,7	135,1	157,8	113,7	145,4
Otros	1,6	2,8	3,9	2,8	4,2	2,4	3,5	3,9
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	4,9	7,9	5,5	6,9	6,9	6,3	5,9	5,5
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	0,2	0,2	0,1	0,1
Tesorería	976,4	832,0	854,6	832,1	1.014,6	946,9	951,4	854,6
Neto deudores/acreedores	134,8	135,5	237,4	135,6	214,6	233,0	364,6	237,4

1 Datos provisionales.

Fondos de inversión de carácter financiero: Número, partícipes y patrimonio por tipo de fondo[1]

CUADRO 3.6

	2009	2010	2011	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I[2]
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	2.536	2.408	2.310	2.417	2.389	2.341	2.310	2.298
Renta fija[3]	582	537	508	542	530	520	508	497
Renta fija mixta[4]	169	160	140	158	152	146	140	139
Renta variable mixta[5]	165	138	128	136	132	130	128	128
Renta variable euro[6]	182	172	148	171	157	153	148	145
Renta variable internacional[7]	242	232	220	223	222	222	220	220
Garantizado renta fija	233	276	351	303	324	335	351	360
Garantizado renta variable[8]	561	499	420	485	470	436	420	416
Fondos globales	187	192	203	197	203	204	203	200
De gestión pasiva[9]	69	61	59	61	57	59	59	60
Retorno absoluto[9]	146	141	133	141	142	136	133	133
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	5.475.403	5.160.889	4.834.061	5.160.482	5.044.106	4.942.074	4.834.061	4.813.046
Renta fija[3]	2.041.487	1.622.664	1.383.812	1.524.438	1.466.938	1.419.006	1.383.812	1.371.781
Renta fija mixta[4]	290.151	270.341	206.938	251.992	238.275	227.046	206.938	202.953
Renta variable mixta[5]	182.542	171.336	145.150	162.861	156.631	151.551	145.150	143.240
Renta variable euro[6]	299.353	266.395	237.815	253.365	248.355	247.166	237.815	232.869
Renta variable internacional[7]	458.097	501.138	448.539	493.906	493.057	465.814	448.539	452.101
Garantizado renta fija	570.963	790.081	1.042.658	967.561	990.997	1.019.905	1.042.658	1.047.443
Garantizado renta variable[8]	1.188.304	1.065.426	912.298	1.027.392	981.572	946.448	912.298	911.988
Fondos globales	88.337	105.720	127.336	114.244	124.088	130.519	127.336	126.478
De gestión pasiva[9]	85.403	90.343	100.416	85.254	82.371	95.948	100.416	99.219
Retorno absoluto[9]	270.766	277.445	229.099	279.469	261.822	238.671	229.099	224.974
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	170.547,7	143.918,2	132.368,6	144.428,0	140.351,3	134.033,7	132.368,6	132.075,7
Renta fija[3]	84.657,2	56.614,6	46.945,5	51.552,7	49.449,9	48.228,6	46.945,5	45.047,6
Renta fija mixta[4]	8.695,5	7.319,0	5.253,6	6.570,0	6.251,9	5.715,8	5.253,6	5.246,0
Renta variable mixta[5]	3.879,6	3.470,5	2.906,1	3.484,5	3.345,6	2.897,5	2.906,1	2.941,7
Renta variable euro[6]	6.321,6	5.356,8	4.829,2	5.656,3	5.687,2	4.610,8	4.829,2	4.933,6
Renta variable internacional[7]	5.902,4	8.037,3	6.281,2	7.909,0	7.751,6	6.028,4	6.281,2	6.648,2
Garantizado renta fija	21.033,4	26.180,2	35.058,0	32.084,4	32.742,1	34.241,7	35.058,0	35.857,1
Garantizado renta variable[8]	25.665,8	22.046,5	18.014,5	21.181,6	19.827,6	18.699,9	18.014,5	18.202,8
Fondos globales	3.872,5	4.440,3	5.104,7	5.481,7	5.718,1	5.154,3	5.104,7	5.202,9
De gestión pasiva[9]	3.216,6	2.104,8	1.986,2	2.193,0	2.172,2	2.060,0	1.986,2	2.020,3
Retorno absoluto[9]	7.303,0	8.348,1	5.989,7	8.314,8	7.405,1	6.396,8	5.989,7	5.975,5

1 Fondos que han remitido estados reservados, no incluye aquellos en proceso de disolución o liquidación.
2 Datos disponibles: enero 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 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I[1]
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	5.475.403	5.160.889	4.834.061	5.160.482	5.044.106	4.942.074	4.834.061	4.813.045
Personas físicas	5.322.214	5.019.902	4.705.092	5.020.705	4.907.283	4.808.616	4.705.092	4.685.198
Residentes	5.252.126	4.954.891	4.644.332	4.955.440	4.843.565	4.746.165	4.644.332	4.624.671
No residentes	70.088	65.011	60.760	65.265	63.718	62.451	60.760	60.527
Personas jurídicas	153.189	140.987	128.969	139.777	136.823	133.458	128.969	127.847
Entidades de crédito	674	524	490	500	491	507	490	483
Otros agentes residentes	151.479	139.550	127.734	138.402	135.505	132.160	127.734	126.627
Entidades no residentes	1.036	913	745	875	827	791	745	737
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	170.547,7	143.918,1	132.368,6	144.428,0	140.351,3	134.033,7	132.368,6	132.075,7
Personas físicas	132.860,5	113.660,6	106.561,9	115.233,0	111.732,9	108.000,6	106.561,9	107.760,4
Residentes	130.954,4	111.900,1	105.023,5	113.442,6	110.123,1	106.440,9	105.023,5	106.197,3
No residentes	1.906,0	1.760,5	1.538,5	1.790,3	1.609,9	1.559,7	1.538,5	1.563,1
Personas jurídicas	37.687,2	30.257,5	25.806,7	29.195,0	28.618,3	26.033,1	25.806,7	24.315,3
Entidades de crédito	2.572,0	1.926,1	1.446,7	1.869,9	1.854,3	1.477,0	1.446,7	1.462,9
Otros agentes residentes	34.065,1	27.644,6	23.946,3	26.666,9	26.205,8	24.107,8	23.946,3	22.432,9
Entidades no residentes	1.050,1	686,9	413,7	658,2	558,3	448,3	413,7	419,5

1 Datos disponibles: enero de 2012.

Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo[1]

CUADRO 3.8

Millones de euros	2009[2]	2010	2011	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	109.915,2	78.805,2	58.145,0	16.011,4	22.756,0	13.163,9	10.993,2	11.231,9
Renta fija	73.718,8	41.656,1	27.206,2	6.603,3	7.890,1	6.478,3	5.962,8	6.875,0
Renta fija mixta	5.267,6	3.538,8	1.332,4	641,4	358,0	517,7	232,0	224,7
Renta variable mixta	1.135,4	1.221,7	815,7	254,6	270,4	334,7	44,6	166,0
Renta variable euro	2.183,8	1.673,0	2.085,0	335,4	575,2	524,1	472,1	513,6
Renta variable internacional	2.929,5	4.455,2	3.835,1	1.227,3	2.488,7	721,4	321,2	303,8
Garantizado renta fija	11.755,4	11.513,4	13.965,7	2.505,8	7.424,2	2.595,3	2.202,5	1.743,7
Garantizado renta variable	5.589,1	5.120,1	2.570,7	1.246,5	828,6	622,0	751,4	368,7
Fondos globales	2.754,4	3.018,1	3.261,6	1.767,1	1.534,3	838,6	572,2	316,5
De gestión pasiva	535,5	683,8	924,7	96,4	220,5	149,2	197,1	357,9
Retorno absoluto	4.045,7	5.924,8	2.147,7	1.333,6	1.165,9	382,4	237,4	362,0
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	122.617,5	104.385,6	68.983,6	24.577,5	23.528,9	17.258,8	13.676,7	14.519,2
Renta fija	81.197,6	68.806,1	37.633,9	13.908,1	13.298,5	8.737,2	7.192,5	8.405,7
Renta fija mixta	2.724,4	4.955,7	3.258,1	1.383,5	1.138,4	892,5	552,8	674,4
Renta variable mixta	1.596,5	1.311,8	1.136,2	316,9	267,4	435,3	192,7	240,8
Renta variable euro	2.457,8	2.369,9	1.933,0	534,0	594,8	453,7	418,8	465,7
Renta variable internacional	2.165,3	3.303,3	4.652,7	981,8	2.521,1	800,6	841,9	489,1
Garantizado renta fija	15.004,5	6.797,4	6.737,4	1.718,5	2.007,8	2.223,6	1.155,6	1.350,4
Garantizado renta variable	10.990,8	7.620,2	5.632,3	2.550,0	1.624,7	1.717,3	1.356,3	934,0
Fondos globales	2.548,6	2.694,4	2.316,3	1.581,1	507,0	601,0	631,4	576,9
De gestión pasiva	708,0	1.474,1	1.199,2	254,2	236,7	108,3	301,1	553,1
Retorno absoluto	3.224,0	5.053,0	4.484,7	1.349,5	1.332,4	1.289,5	1.033,6	829,2

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

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

CUADRO 3.9

				2010	2011			
Millones de euros	2009[1]	2010	2011	IV	I	II	III	IV
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	-12.702,3	-25.580,6	-10.853,1	-8.607,1	-765,2	-4.121,9	-2.683,0	-3.283,0
Renta fija	-7.478,8	-27.149,9	-10.423,6	-7.266,9	-5.392,3	-2.280,5	-1.211,6	-1.539,2
Renta fija mixta	2.543,2	-1.417,0	-1.980,4	-746,8	-814,4	-323,8	-320,6	-521,6
Renta variable mixta	-461,1	-90,0	-375,5	-75,8	-61,2	-128,4	-112,0	-73,9
Renta variable euro	-274,0	-696,9	142,0	-206,2	-19,6	59,0	52,9	49,7
Renta variable internacional	764,2	1.152,1	-796,0	255,5	-48,8	-45,7	-516,4	-185,1
Garantizado renta fija	-3.249,1	4.716,0	7.809,3	712,1	5.631,1	531,1	1.077,6	569,5
Garantizado renta variable	-5.401,7	-2.500,1	-4.053,9	-1.238,0	-1.016,9	-1.288,1	-963,7	-785,2
Fondos globales	205,8	323,6	972,2	266,4	997,6	247,1	-84,7	-187,8
De gestión pasiva	-172,5	-790,3	60,8	-219,6	11,9	-10,8	206,6	-146,9
Retorno absoluto	821,7	871,7	-2.207,9	-87,7	-52,6	-881,9	-810,9	-462,5
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	8.389,8	135,7	-673,3	-115,4	1.280,8	47,2	-3.623,9	1.622,6
Renta fija	1.535,3	64,5	744,9	-218,4	330,6	164,9	-9,4	258,8
Renta fija mixta	507,9	-56,4	-85,1	-44,2	65,4	5,6	-215,5	59,4
Renta variable mixta	529,9	-53,4	-189,0	29,1	75,2	-10,5	-336,2	82,5
Renta variable euro	1.477,1	-254,1	-666,9	59,6	319,2	-26,9	-1.129,3	170,1
Renta variable internacional	1.309,0	877,4	-947,2	578,2	-79,5	-98,8	-1.206,8	437,9
Garantizado renta fija	830,5	-170,4	1.070,4	-327,4	273	127,2	422,7	247,5
Garantizado renta variable	1.024,0	-392,8	21,8	-315,5	151,9	-65,8	-164,0	99,7
Fondos globales	272,2	123,1	-307,8	80,0	43,8	-10,7	-479,1	138,2
De gestión pasiva	657,8	-109,7	-163,9	3,5	81,9	-9,9	-309,0	73,1
Retorno absoluto	246,4	107,7	-150,5	42,6	19,3	-27,9	-197,3	55,4

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

				2010	2011			
% sobre patrimonio medio diario	2009[1]	2010	2011	IV	I	II	III	IV
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	6,13	1,09	0,45	0,17	1,13	0,27	-2,45	1,47
Renta fija	2,69	0,78	2,28	-0,18	0,80	0,51	0,14	0,74
Renta fija mixta	9,34	0,61	-0,15	-0,25	1,25	0,41	-3,33	1,41
Renta variable mixta	16,44	0,11	-4,30	1,19	2,59	0,16	-10,57	3,28
Renta variable euro	31,02	-3,05	-10,77	1,62	6,24	0,15	-22,4	4,07
Renta variable internacional	33,16	14,8	-11,05	8,11	-0,48	-0,68	-17,26	7,55
Garantizado renta fija	4,10	-0,11	3,77	-1,18	1,01	0,44	1,44	0,85
Garantizado renta variable	5,08	-0,46	1,29	-1,07	1,02	0,01	-0,54	0,87
Fondos globales	10,82	4,15	-4,55	2,17	1,20	0,13	-8,51	2,97
De gestión pasiva	–	-2,50	-6,27	0,41	3,96	-0,21	-13,81	3,98
Retorno absoluto	–	2,49	-0,90	0,8	0,54	-0,07	-2,60	1,20
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,87	0,91	0,93	0,24	0,23	0,23	0,23	0,24
Renta fija	0,63	0,65	0,64	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16
Renta fija mixta	1,14	1,20	1,17	0,30	0,29	0,29	0,28	0,30
Renta variable mixta	1,58	1,65	1,59	0,41	0,40	0,39	0,39	0,40
Renta variable euro	1,75	1,78	1,80	0,45	0,44	0,44	0,46	0,45
Renta variable internacional	1,79	1,84	1,77	0,50	0,44	0,43	0,44	0,45
Garantizado renta fija	0,65	0,62	0,72	0,17	0,16	0,18	0,19	0,19
Garantizado renta variable	1,26	1,24	1,24	0,31	0,30	0,30	0,32	0,31
Fondos globales	1,08	1,06	1,11	0,30	0,29	0,27	0,27	0,28
De gestión pasiva	–	0,72	0,75	0,19	0,19	0,18	0,17	0,21
Retorno absoluto	–	1,06	1,08	0,28	0,29	0,26	0,25	0,28
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	0,03	0,03
Renta variable mixta	0,10	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable euro	0,10	0,11	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable internacional	0,12	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,08	0,07	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,11	0,10	0,08	0,03	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

				2010	2011			
En %	2009[1]	2010	2011	IV	I	II	III	IV
Total fondos de inversión	5,73	0,35	-0,08	-0,04	0,95	0,03	-2,37	1,35
Renta fija	1,91	0,11	1,56	-0,35	0,63	0,33	0,01	0,58
Renta fija mixta	6,85	-0,54	-1,34	-0,56	0,9	0,09	-3,47	1,20
Renta variable mixta	16,47	-0,98	-5,64	0,78	2,23	-0,31	-10,13	3,02
Renta variable euro	32,41	-2,94	-11,71	1,27	6,11	-0,45	-19,67	4,05
Renta variable internacional	37,28	14,22	-10,83	8,01	-0,49	-1,15	-15,70	7,53
Garantizado renta fija	3,81	-0,67	3,28	-1,28	0,89	0,36	1,28	0,71
Garantizado renta variable	3,56	-1,79	0,14	-1,45	0,71	-0,48	-0,76	0,68
Fondos globales	10,90	3,22	-4,64	1,87	0,98	-0,14	-8,10	2,90
De gestión pasiva	–	-2,36	-7,33	0,31	3,74	-0,30	-13,94	4,11
Retorno absoluto	–	1,53	-1,87	0,58	0,28	-0,35	-2,71	0,93

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

	2008	2009	2010	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV[1]
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	1.589	1.917	1.852	1.852	1.958	2.022	2.057	2.036
Patrimonio (millones de euros)	539,4	652,0	646,2	646,2	693,5	738,9	703,9	718,0
Suscripciones (millones de euros)	390,4	248,7	236,6	31,0	56,0	58,5	36,1	20,3
Reembolsos (millones de euros)	258,3	198,3	268,6	42,6	20,2	16,0	17,3	8,5
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	132,7	50,4	-32,0	-11,6	35,8	42,5	18,8	5,6
Rendimientos netos (millones euros)	-39,1	62,2	26,3	18,4	11,5	3,0	-53,8	8,5
Rentabilidad (en %)	-4,82	14,94	5,37	3,11	1,79	0,51	-6,81	1,30
Rendimientos de gestión (%)[2]	-2,51	13,76	6,33	3,45	2,38	0,92	-7,04	1,40
Gastos comisión de gestión (%)[2]	2,50	2,55	1,91	0,49	0,48	0,41	0,38	0,26
Gastos de financiación (%)[2]	0,16	0,11	0,07	0,02	0,02	0,02	0,01	0,01
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	8.516	5.321	4.404	4.404	4.240	4.137	4.046	4.020
Patrimonio (millones de euros)	1.021,3	810,2	694,9	694,9	667,2	636,1	617,4	609,2
Suscripciones (millones de euros)	967,3	302,4	47,9	10,4	2,3	4,2	1,9	–
Reembolsos (millones de euros)	700,9	585,4	184,8	57,2	29,9	28,4	10,7	–
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	266,4	-283,0	-136,9	-46,8	-27,6	-24,3	-8,8	–
Rendimientos netos (millones euros)	-245,7	71,9	21,7	14,9	-0,14	-6,8	-9,9	–
Rentabilidad (en %)	-17,80	7,85	3,15	2,13	-0,01	-1,03	-1,50	0,31
Rendimientos de gestión (%)[3]	-17,84	11,54	4,38	2,46	0,36	-0,69	-1,21	–
Gastos comisión de gestión (%)[3]	1,63	1,34	1,25	0,32	0,31	0,32	0,30	–
Gastos comisión de depósito (%)[3]	0,11	0,11	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	–

1 Datos disponibles: noviembre de 2011. Rentabilidad calculada para el periodo septiembre-noviembre.
2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.
3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado[1]

CUADRO 3.13

	2009	2010	2011	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I[2]
NÚMERO DE CARTERAS								
Fondos de inversión	2.593	2.429	2.341	2.436	2.410	2.356	2.341	2.236
Sociedades de inversión	3.135	3.068	3.002	3.059	3.024	3.015	3.002	2.992
IIC de IIC de inversión libre	38	32	27	29	28	28	27	27
IIC de inversión libre	28	31	35	32	35	36	35	35
Fondos de inversión inmobiliaria	8	8	6	8	8	6	6	6
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	8	8	8	8	9	8	8
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	170.547,7	143.918,2	132.368,6	144.428,0	140.351,3	134.033,7	132.368,6	132.075,7
Sociedades de inversión	24.952,8	25.361,3	23.037,8	25.835,9	25.399,1	23.321,3	23.037,8	23.547,1
IIC de IIC de inversión libre[3]	810,2	694,9	609,2	667,2	636,1	617,4	609,2	–
IIC de inversión libre[3]	652,0	643,5	685,6	666,3	710,4	673,0	685,6	–
Fondos de inversión inmobiliaria	6.465,1	6.115,6	4.494,6	6.083,3	5.995,5	4.597,3	4.494,6	4.483,7
Sociedades de inversión inmobiliaria	308,5	321,9	312,5	320,3	318,2	1.663,4	312,5	313,3

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: enero de 2012.
3 Datos disponibles para el cuarto trimestre de 2011: noviembre de 2011.

IIC extranjeras comercializadas en España[1]

CUADRO 3.14

	2009	2010	2011[2]	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV[2]
VOLUMEN DE INVERSIÓN[3] (millones de euros)								
Total	25.207,2	36.692,9	29.969,5	36.692,9	37.639,1	35.582,2	30.967,3	29.969,5
Fondos	5.215,1	8.535,9	6.382,9	8.535,9	8.092,4	7.303,2	6.446,0	6.382,9
Sociedades	19.992,0	28.156,9	23.586,6	28.156,9	29.546,6	28.279,0	24.521,3	23.586,6
Nº DE INVERSORES								
Total	685.094	865.767	761.380	865.767	855.929	856.882	803.801	761.380
Fondos	139.102	193.233	177.832	193.233	197.965	195.525	185.665	177.832
Sociedades	545.992	666.534	583.548	666.534	657.964	661.357	618.136	583.548
Nº DE INSTITUCIONES								
Total	582	660	739	660	669	695	695	739
Fondos	324	379	426	379	383	395	395	426
Sociedades	258	281	313	281	286	300	300	313
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	275	290	297	290	292	298	298	297
Francia	178	225	284	225	229	239	241	284
Irlanda	64	75	87	75	77	84	82	87
Alemania	17	20	20	20	20	21	21	20
Reino Unido	14	16	19	16	17	19	19	19
Holanda	1	1	1	1	1	1	1	1
Austria	27	27	25	27	27	27	27	25
Bélgica	5	5	5	5	5	5	5	5
Malta	1	1	1	1	1	1	1	1

1 No se incluyen los datos de volumen de inversión y número de inversores de los ETF.
2 Datos provisionales.
3 Volumen de inversión: Importe resultante de multiplicar el número de acciones o participaciones en poder de los inversores, al final del periodo, por su valor en euros en dicha fecha.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias[1]

CUADRO 3.15

	2009	2010	2011	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I[2]
FONDOS								
Número	8	7	6	7	7	6	6	6
Partícipes	83.583	75.280	29.735	33.747	31.963	31.412	29.735	29.778
Patrimonio (millones de euros)	6.465,1	6.115,6	4.494,6	6.083,3	5.995,5	4.597,3	4.494,6	4.483,7
Rentabilidad (%)	-8,31	-4,74	-3,23	-0,66	-0,65	-1,03	-0,93	-0,24
SOCIEDADES								
Número	8	8	8	8	8	9	8	8
Accionistas	928	943	943	943	943	944	943	943
Patrimonio (millones de euros)	308,6	321,9	312,5	320,3	318,2	1.663,4	312,5	313,3

1 IIC que han remitido estados reservados, no incluye aquellas en proceso de disolución o liquidación.
2 Datos disponibles: enero de 2012. En este caso, la rentabilidad es mensual.