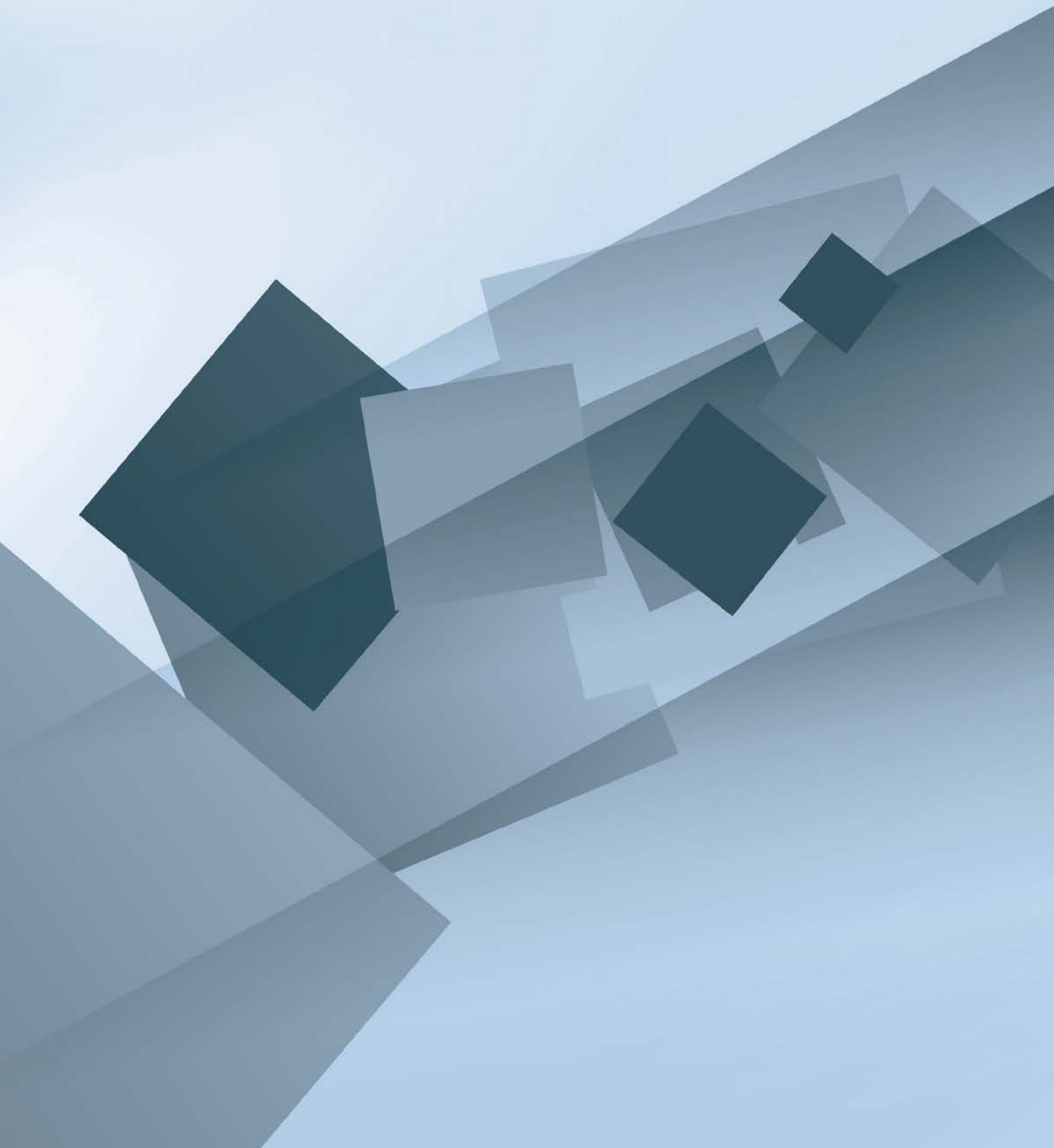




**BOLETÍN DE LA CNMV**  
Julio 2016





**BOLETÍN DE LA CNMV**

**Julio 2016**

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

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

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

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

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Maqueta: Composiciones Rali, S. A.

# Índice

<b>I</b>	<b>Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas</b>	<b>9</b>
<b>II</b>	<b>Informes y análisis</b>	<b>71</b>
	Capacidad de gestión, preferencias sobre el riesgo e incentivos para la gestión activa en los fondos de inversión españoles de renta variable	73
	Ramiro Losada López	
<b>III</b>	<b>Anexo legislativo</b>	<b>91</b>
<b>IV</b>	<b>Anexo estadístico</b>	<b>99</b>



## Siglas y acrónimos

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

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



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



# Índice

1	Resumen ejecutivo	13
2	Entorno macrofinanciero	16
2.1	La evolución económica y financiera internacional	16
2.2	La evolución económica y financiera nacional	26
2.3	Perspectivas	31
3	La evolución de los mercados nacionales	33
3.1	Los mercados bursátiles	34
3.2	Los mercados de renta fija	41
4	Los agentes de los mercados	51
4.1	Vehículos de inversión	51
4.2	Empresas de servicios de inversión	57
4.3	Sociedades gestoras de IIC	65
4.4	Otros intermediarios: capital-riesgo	67

## Índice de recuadros

Recuadro 1:	Iniciativa de la CNMV para facilitar el cumplimiento de la obligación de los emisores de considerar el recurso a pequeñas agencias de calificación cuando utilicen dos o más agencias	22
Recuadro 2:	El programa de compras de deuda corporativa del BCE	47
Recuadro 3:	Criterios de la CNMV para la elaboración de los planes de recuperación de empresas de servicios de inversión	62



# 1 Resumen ejecutivo

- El entorno macroeconómico y financiero internacional ha estado marcado desde comienzos de año por las dudas en torno a la desaceleración del crecimiento en China y en otras economías emergentes y a la repercusión del fuerte descenso del precio del petróleo. Las turbulencias en los mercados financieros tendieron a reducirse desde mediados de febrero, aunque han persistido algunas fuentes de incertidumbre como, por ejemplo, la situación del sector bancario, sobre todo en Europa, donde el bajísimo nivel de los tipos de interés complica el desarrollo de su actividad. En las últimas semanas, las dudas acerca del resultado del referéndum en el Reino Unido y también en relación con el momento de la próxima subida de tipos de interés en EE. UU. han constituido una fuente de incertidumbre significativa para la economía y los mercados financieros. En materia de política monetaria, las diferencias en los ciclos económicos entre EE. UU. y la zona del euro justifican las divergencias en las actuaciones de los respectivos bancos centrales. Así, mientras que la economía de EE. UU. se encuentra inmersa en un proceso de normalización de los tipos de interés, en la zona del euro, el banco central ha seguido ampliando el volumen y el alcance de sus programas de compras de activos, que ha extendido ya a la deuda corporativa de elevada calidad crediticia (*investment grade*).
- En este contexto, los mercados financieros internacionales transitaron por un camino algo menos turbulento durante la mayor parte del segundo trimestre del año, si bien se advierte un aumento de la volatilidad a mediados de junio<sup>1</sup>. Los índices de renta variable, que se habían recuperado parcialmente de las pérdidas del primer trimestre, volvieron a caer con fuerza en las semanas centrales del ejercicio, dejando pérdidas notables en Europa y en Japón. En los mercados de renta fija de estas áreas económicas, las rentabilidades de los bonos de deuda pública a largo plazo se mantuvieron en niveles muy reducidos, como consecuencia del tono expansivo de sus políticas monetarias y también por la consideración de activo refugio de algunos de estos títulos, junto con los de EE.UU. y el Reino Unido. Un número creciente de referencias de deuda se negociaba en los mercados secundarios con tipos de interés negativos, algo inédito para la mayoría de ellas. Este hecho no se produjo solo entre los títulos de corto plazo: a mediados de junio la rentabilidad del bono de deuda alemán a diez años también mostraba registros negativos. En los mercados de cambios, la cotización del dólar y del yen frente al euro y, más recientemente, la de la libra ha experimentado varios episodios de repunte de la volatilidad.

---

1 La fecha de cierre de este informe es el 15 de junio.

- El entorno macroeconómico español continúa siendo favorable, aunque el ritmo de crecimiento de la actividad se ha ralentizado durante los últimos meses. Con todo, el avance del PIB español (3,4 % en el primer trimestre del año) sigue siendo muy superior al registrado por el conjunto de la zona del euro (1,5 %). En materia laboral, el empleo crece a buen ritmo (3,2 % en el primer trimestre), pero la tasa de desempleo continúa siendo muy elevada (21 %). La inflación de la economía se mantiene en terreno negativo (-1 % en mayo) como consecuencia del retroceso de los precios de la energía, aunque la tasa subyacente (que descuenta los elementos más volátiles) permanece en positivo y ligeramente por debajo del 1 %. En materia presupuestaria, el déficit público se redujo en 2015 de forma significativa (desde el 5,9 % del PIB hasta el 5,1 %), pero mucho menos de lo previsto por el Gobierno (4,2 %). Aunque la valoración del escenario macroeconómico nacional es positiva, existen elementos de riesgo que pueden constituir una amenaza a medio plazo. Algunos de ellos son comunes a otras economías de la zona del euro (repercusión del nivel tan reducido de los tipos de interés o debilidad del sector bancario), pero otros son más específicos (incertidumbre política, exposición a economías con dificultades...).
- Las buenas condiciones del entorno económico están permitiendo una reducción gradual de la morosidad del sector bancario, aunque el volumen de créditos dudosos sigue siendo relativamente elevado. El contexto de tipos de interés contribuyó también a esa menor morosidad, aunque al mismo tiempo está limitando la capacidad de generación de beneficios de estas entidades, cuyas rentabilidades se están situando por debajo de la media histórica, en línea con las de otros países de la zona del euro. En el caso español, además, el sector bancario afronta los riesgos derivados de la desaceleración de las economías latinoamericanas, frente a las que tiene una exposición relativamente elevada.
- El resultado agregado de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 17.157 millones de euros en 2015, un 6,9 % menos que en 2014. Este descenso se debió casi en su totalidad a la caída del beneficio de las empresas del sector de la energía, afectadas por el fuerte retroceso del precio del petróleo. El resto de los sectores no financieros mostró estabilidad o avance en los beneficios. El nivel agregado de las deudas se incrementó levemente en 2015: un 1,6 %, hasta los 255.000 millones de euros, si bien se produjo un ligero descenso de la ratio de apalancamiento.
- En los mercados nacionales de renta variable, las cotizaciones, que se habían recuperado de forma notable desde los mínimos de febrero, volvieron a retroceder en los días centrales del año, como consecuencia de las dudas acerca del resultado del referéndum de la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea —el denominado *Brexit*— y del calendario de subidas de tipos en EE.UU. Así, el Ibex 35 ha encadenado dos trimestres de caídas que dejan las pérdidas en el año en el 13,6 %, situándose en una posición intermedia respecto a los registros de otras bolsas europeas. El contexto de incertidumbre presente en los mercados durante buena parte del año ha dado lugar a un descenso en los volúmenes negociados, así como en el importe de las emisiones de instrumentos de renta variable.
- La evolución de los mercados de renta fija nacionales continúa estando muy condicionada por las decisiones de política monetaria del BCE, que con su

último programa de compras de deuda corporativa ha intensificado los descensos en las rentabilidades de todos los activos de deuda (véase recuadro 2). En general, las rentabilidades de las referencias de deuda pública y privada de corto y largo plazo están en mínimos históricos y, en varios casos, en terreno negativo (por ejemplo, la deuda pública a corto plazo). La prima de riesgo del bono soberano también se ha visto favorecida por la política monetaria, aunque se ha tensionado ligeramente a mediados de año como consecuencia de las incertidumbres políticas existentes. En junio, esta prima se situaba en 157 puntos básicos (p.b.), 42 p.b. por encima del valor de finales de 2015. Finalmente, las emisiones de renta fija registradas en la CNMV han experimentado un incremento del 6 % en lo que va de año (hasta los 62.380 millones de euros), con repuntes en determinadas modalidades, que se han visto favorecidos por los programas de compras del BCE. Estos programas también han tenido un impacto positivo en las emisiones de deuda a largo plazo realizadas en el exterior.

- El patrimonio de los fondos de inversión mostró un leve descenso durante el primer trimestre de 2016 (del 1,7 %, hasta los 218.000 millones de euros), interrumpiéndose el periodo de expansión observado en los últimos tres años. El retroceso del patrimonio tuvo su origen, fundamentalmente, en la pérdida de valor de los activos de la cartera originada por las turbulencias de los primeros meses del año. También se observó un cierto cambio en las preferencias de los partícipes, que se decantaron más por los fondos de renta fija y los garantizados de renta variable. La expansión de la industria de inversión colectiva en 2015 repercutió positivamente en los beneficios de las sociedades gestoras de IIC, que aumentaron un 15 %, hasta los 626 millones de euros. También se produjo un descenso del número de entidades en pérdidas, que se situó en 11 a finales del año pasado (14 en 2014).
- La inestabilidad presente en los mercados afectó asimismo a la actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI), cuyos beneficios agregados antes de impuestos disminuyeron en el primer trimestre del año un 30,8 %, hasta los 49,2 millones de euros. A pesar del retroceso del negocio de las ESI, sus condiciones de solvencia continuaron siendo holgadas. Por el contrario, la actividad de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) continuó expandiéndose en 2015 con un incremento del volumen del patrimonio asesorado del 18,6 %, situándose en 25.400 millones de euros.
- Este informe contiene tres recuadros monográficos:
  - El primer recuadro resume una comunicación de la CNMV destinada a facilitar el cumplimiento de la obligación de considerar el recurso a pequeñas agencias de calificación por parte de los emisores cuando decidan contratar a dos o más agencias de este tipo.
  - El segundo recuadro comenta la repercusión de la extensión del programa de compras de deuda del BCE sobre los activos de deuda corporativa.
  - El tercer recuadro describe el marco legal relacionado con los procesos de reestructuración y resolución de entidades de crédito y de empresas de

servicios de inversión y, en este marco, resume los criterios de la CNMV para la elaboración de los planes de recuperación de empresas de servicios de inversión.

## 2 Entorno macrofinanciero

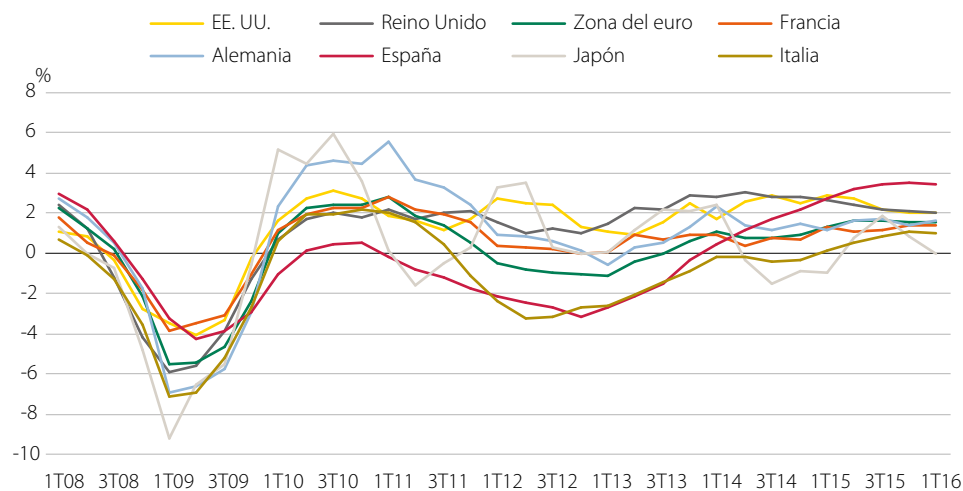
### 2.1 La evolución económica y financiera internacional

*A pesar de las dudas sobre la evolución del crecimiento mundial, los datos del primer trimestre del año fueron, en general, positivos.*

A pesar de las dudas sobre el crecimiento de la economía mundial en los primeros compases de este año, los datos de actividad del primer trimestre de 2016 publicados en mayo pusieron de manifiesto una gran estabilidad en las tasas de crecimiento del PIB en la mayoría de las economías avanzadas (véase gráfico 1). Así, la variación anual del PIB fue del 2 % en EE. UU. y en el Reino Unido y del 1,5 % en la zona del euro, prácticamente los mismos registros que en el cuarto trimestre de 2015. Únicamente en Japón se observó una desaceleración notable de la actividad en los primeros meses del año. Dentro de la zona del euro, Alemania y Francia mostraron avances muy parecidos, cercanos al 1,5 %, mientras que Italia y Holanda crecían a tasas próximas al 1 %. La economía española continuó siendo la más vigorosa de la zona, con un incremento del 3,4 %, apenas una décima por debajo de la cifra del cuarto trimestre de 2015. En Asia, la economía china creció un 6,7 %, algo menos que en 2015 (6,9 %), pero conservando un ritmo de avance muy elevado.

PIB, tasas de variación anual

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

*Las políticas monetarias aplicadas en la zona del euro y en EE. UU. continúan divergiendo, como consecuencia de las diferencias cíclicas entre ambas zonas. Así, el BCE sigue ampliando el número y el alcance de las medidas de carácter expansivo...*

La evolución de las políticas monetarias en la zona del euro y en EE. UU. continúan divergiendo, como consecuencia de las diferencias en el ciclo de estas economías. Así, en la zona del euro, donde la recuperación no es aún demasiado intensa y, sobre todo, la inflación se mantiene en registros muy alejados del objetivo del BCE a medio plazo, la autoridad monetaria extendió el número y el alcance de las medidas de carácter expansivo. En cuanto a las medidas convencionales, en marzo el BCE decidió reducir en 5 p.b. el tipo de interés oficial hasta el mínimo histórico



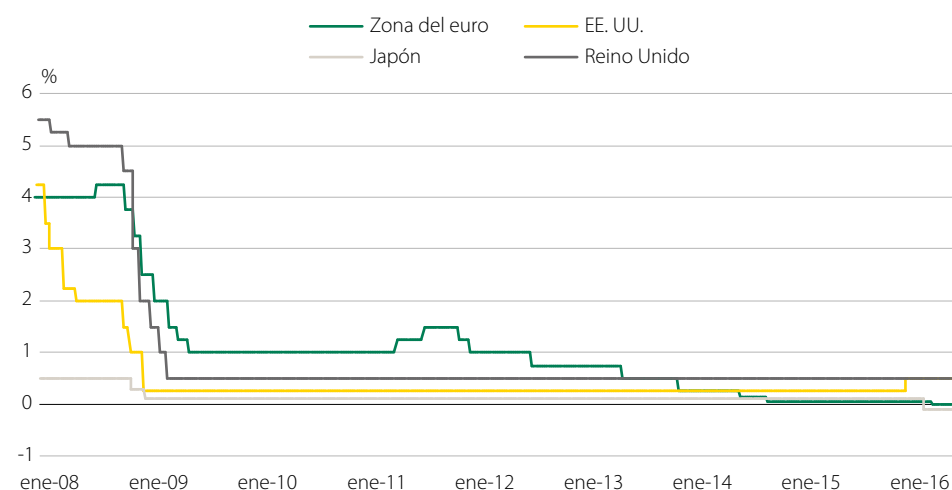
del 0 %<sup>2</sup> (véase gráfico 2). También disminuyó en 5 p.b. el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito (hasta el 0,25 %) y en 10 p.b. el de la facilidad marginal de depósito (hasta el -0,40 %). Respecto a las medidas no convencionales, la autoridad monetaria decidió, por una parte, incrementar el volumen mensual de las compras relacionadas con el programa de compras de activos hasta los 80.000 millones de euros y, por otra parte, extender estas a bonos de alta calidad crediticia (*investment grade*) emitidos por entidades no financieras de la zona del euro.

En EE. UU., por el contrario, la solidez de los datos de actividad económica y de empleo (a pesar de que el PIB creció en el primer trimestre del año ligeramente por debajo de lo esperado) junto con el repunte de la inflación hacia niveles cercanos al 1 % (la tasa subyacente se mantiene algo por encima del 2 %) ha incrementado la predisposición de la Reserva Federal a elevar los tipos de interés, que se espera en el mes de julio. La información de los tipos de interés *forward* apunta en esta misma dirección.

*... mientras que la Reserva Federal prosigue con el ciclo de subidas de tipos de interés sobre la base del buen tono de la economía.*

## Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 2

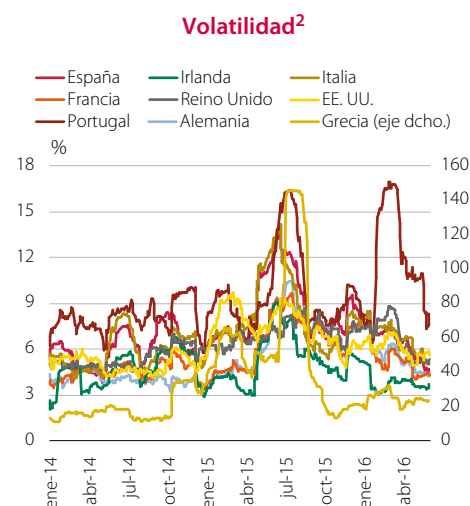
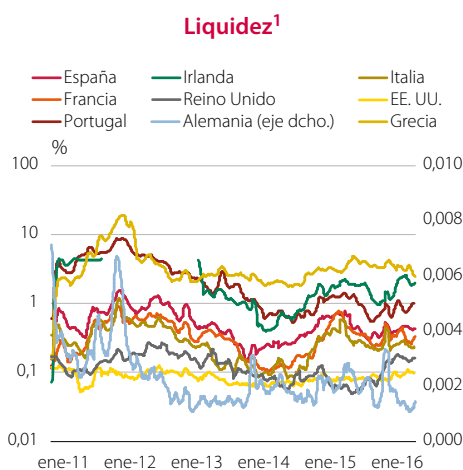
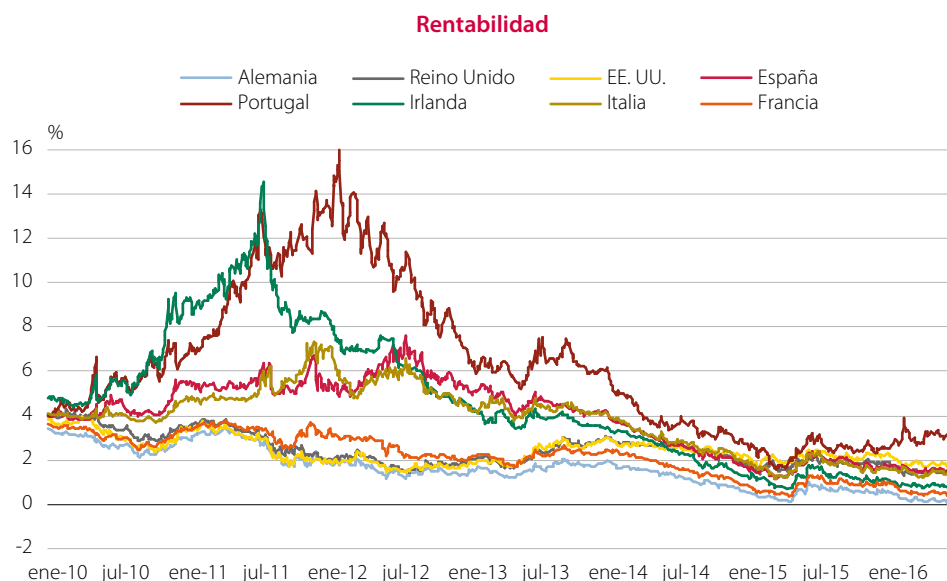


Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de septiembre.

Los tipos de interés a corto plazo han evolucionado de acuerdo con las diferencias observadas en las políticas monetarias aplicadas en las economías avanzadas. Así, en EE. UU. y en el Reino Unido sus niveles, aunque reducidos, continuaron siendo superiores a los de la zona del euro o los de Japón. En EE. UU. los tipos de interés del mercado interbancario oscilaban a mediados de año entre los 66 p.b. en el plazo de tres meses y los 129 p.b. en el plazo de doce meses (entre 12 p.b. y 20 p.b. más que a finales de 2015). Por el contrario, en la zona del euro y en Japón se observa un número creciente de referencias a corto plazo en terreno negativo. En el caso de la zona del euro, por ejemplo, los tipos del mercado interbancario a tres, seis y doce meses se situaban a mediados de año por debajo de cero (-26 p.b., -16 p.b. y -2 p.b., respectivamente, de media en junio), así como numerosos títulos de deuda pública a corto plazo.

*Los tipos de interés a corto plazo permanecen en niveles reducidos, aunque con diferencias entre EE. UU. y el Reino Unido, donde son más elevados, y la zona del euro y Japón, donde parte de las referencias están en negativo.*

2 En Japón, el banco central también había decidido unos días antes (a mediados de febrero) reducir el tipo de interés oficial desde el 0,1 % hasta el -0,1 %, el mínimo de esta serie histórica.



Fuente: Bloomberg, Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de junio.

1 Promedio de un mes del diferencial compra-venta (*bid-ask spread*) diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a diez años (en escala logarítmica). En el caso del bono alemán se representa el promedio de un mes del diferencial de compra-venta sin dividirlo por la media de estas rentabilidades para evitar la distorsión que introduce su proximidad a cero.

2 Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos de 40 días.

Las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo mostraron un comportamiento algo heterogéneo en el segundo trimestre del año...

En los mercados internacionales de deuda, la rentabilidades de las referencias de deuda pública a diez años, que se habían reducido durante el primer trimestre, mostraron un comportamiento algo más heterogéneo en el segundo. Este último trimestre comenzó con leves incrementos hasta que, en el mes de junio, la incertidumbre relacionada con el resultado del referéndum en el Reino Unido (*Brexit*) y con el calendario de subidas de tipos por parte de la Reserva Federal hizo que las rentabilidades de las economías más sólidas descendieran como consecuencia de su papel de activo refugio, mientras que las demás registraron leves aumentos. En el conjunto del año se observan descensos mayoritarios en las rentabilidades de estos activos, superiores a los 50 p.b. en muchos casos.

A mediados de junio, las rentabilidades más elevadas se registraban en EE. UU. y el Reino Unido, en sintonía con el estado cíclico más avanzado de estas economías, mientras que en la zona del euro las rentabilidades continuaban en niveles muy reducidos en términos históricos<sup>3</sup>, como consecuencia del tono ultraexpansivo de la política monetaria del BCE. En Alemania, incluso, esta rentabilidad se situaba en terreno negativo a mediados de junio, algo que ya había ocurrido en Japón a finales de febrero. Como se observa en el gráfico 3, a mediados de año, las rentabilidades de la deuda pública a diez años se situaban en el 1,59 % en EE. UU. y el 1,12 % en el Reino Unido, mientras que en la mayoría de las economías de la zona del euro y en Japón se observaban registros muy inferiores en términos generales (-0,19 % en Japón, -0,01 % en Alemania, 0,23 % en Holanda y 0,40 % en Francia).

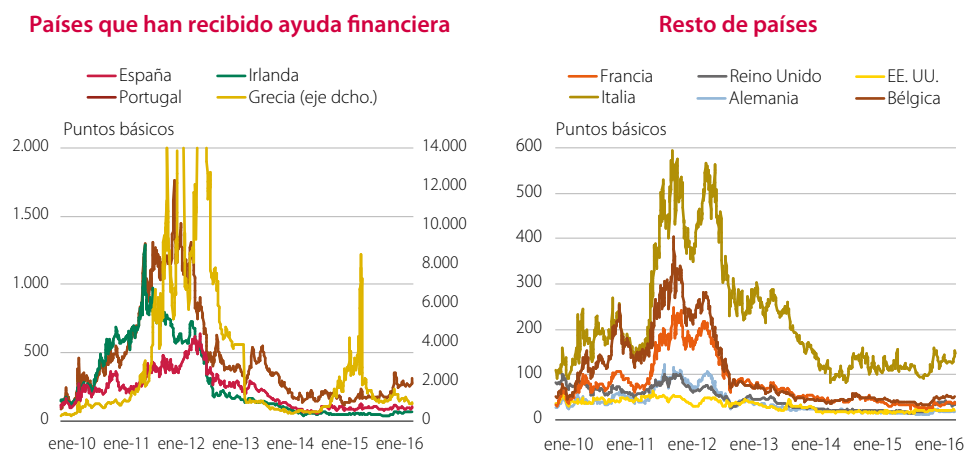
... aunque, en términos generales, sus niveles siguieron siendo muy bajos en términos históricos.

Las primas de riesgo de las economías europeas no han mostrado variaciones significativas en lo que va de ejercicio. Como se puede observar en los paneles del gráfico 4, únicamente en el caso de Portugal y, en menor medida, de Italia, la prima de riesgo (evaluada mediante los CDS a cinco años de los bonos soberanos) registró un repunte significativo a mediados de febrero, que tendió a revertirse pocas semanas después, y posteriormente en junio. A mediados de año, las primas de riesgo de las economías periféricas se situaban en 70 p.b. en Irlanda, 106 p.b. en España, 146 p.b. en Italia y 303 p.b. en Portugal.

Las primas de riesgo de las economías europeas no mostraron variaciones significativas en el segundo trimestre. Solo se observaron repuntes relevantes en Portugal y en Italia a mediados de año.

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

GRÁFICO 4



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

3 Excepto en Portugal, donde la incertidumbre relacionada con el sector bancario hizo que la rentabilidad del bono y su volatilidad se tensionaran de forma diferencial.

En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo de los activos high yield también revirtieron en el segundo trimestre parte del repunte que se produjo en febrero y que fue más intenso en EE. UU.

En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo de crédito de los instrumentos de deuda de peor calidad crediticia (*high yield*), que habían repuntado de forma notable a mediados de febrero en EE.UU., retrocedieron con posterioridad, pero no recuperaron los niveles registrados antes de las turbulencias de las primeras semanas del año. Como se observa en el panel izquierdo del gráfico 5, esta prima de riesgo superó los 850 p.b. en febrero en EE.UU., pero disminuía hasta los 600 p.b. a mediados de junio. En la zona del euro, las primas de riesgo oscilaron de forma mucho más atenuada, de modo que en los instrumentos *high yield* el máximo de febrero fue de 650 p.b., muy por debajo del registro de los bonos estadounidenses (542 p.b. a mediados de junio).

Fuerte descenso de las emisiones netas de deuda en el primer semestre del año...

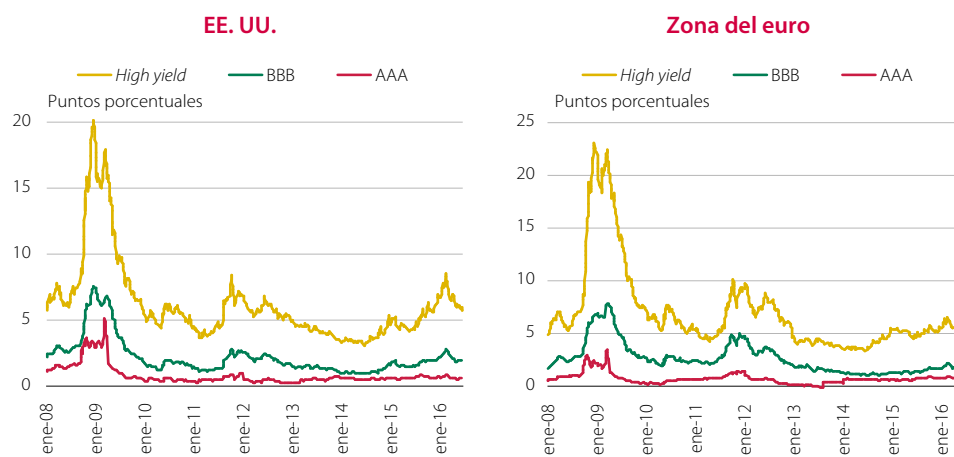
Las emisiones netas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales de renta fija en el primer semestre de este año se situaron en 820.000 millones de dólares, casi la mitad que en el mismo periodo del ejercicio pasado. Aunque se redujeron las emisiones netas tanto del sector público como del privado, la disminución de las primeras fue mucho más intensa. En particular, el volumen de emisiones netas del sector público se situó en 197.000 millones de dólares, muy por debajo de los 789.000 millones de 2015, mientras que las del sector privado quedaron en 622.000 millones de dólares, 775.000 millones en 2015.

... debido fundamentalmente a la caída de las emisiones de deuda soberana...

La evolución de las emisiones netas del sector público vino determinada tanto por las menores necesidades de financiación de los Gobiernos, en línea con los procesos de consolidación fiscal puestos en marcha, como por la existencia de un volumen de vencimientos de deuda aún significativo. De hecho, en la zona del euro y en Japón, la cantidad de deuda que venció en el primer semestre del año fue superior al volumen emitido, lo que dejó la emisión neta en negativo (véase panel superior derecho del gráfico 6).

### Primas de riesgo de la deuda privada Diferencial respecto a la deuda pública a diez años<sup>1</sup>

GRÁFICO 5



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de junio.

<sup>1</sup> En la zona del euro respecto a la deuda pública alemana.



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del primer semestre de 2016 son hasta el 15 de junio, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

En cuanto a las emisiones efectuadas por el sector privado, se redujeron tanto las del sector financiero (un 10 %, hasta los 205.000 millones de dólares) como las del sector no financiero (un 24 %, hasta los 417.000 millones). Las emisiones netas del sector financiero descendieron en EE. UU. y en Europa, siendo estas últimas negativas como consecuencia de sus menores necesidades de financiación. El sector bancario europeo aborda actualmente los retos derivados del mantenimiento de unos tipos de interés muy reducidos durante un periodo de tiempo prolongado y, al mismo tiempo, afronta otros producidos por el aumento de la competencia en la prestación de algunos servicios de inversión y del progreso tecnológico.

... siendo el retroceso de las emisiones de deuda del sector privado menos intenso.

En el caso de las emisiones efectuadas por el sector corporativo, a pesar de su retroceso interanual cabe señalar un par de detalles: i) las emisiones del primer semestre de 2015 fueron muy elevadas en EE. UU., pues las perspectivas de un próximo aumento en los tipos de interés hizo que las entidades adelantaran numerosas emisiones con el fin de aprovechar los menores costes de financiación; y ii) en Europa, las emisiones de deuda corporativa se incrementaron un 4 % en el primer semestre de 2016, impulsadas parcialmente por el anuncio del BCE relacionado con su intención de comprar deuda corporativa de elevada calidad crediticia y emitida por entidades no financieras. La mayoría de estas entidades

En el caso de la deuda corporativa, destacó el avance de las emisiones netas en Europa, favorecidas por el anuncio de compras del BCE.

están consiguiendo financiarse a un coste mínimo en términos históricos (véase recuadro 2).

**Iniciativa de la CNMV para facilitar el cumplimiento de la obligación de los emisores de considerar el recurso a pequeñas agencias de calificación cuando utilicen dos o más agencias**

RECUADRO 1

El 20 de junio de 2013 entró en vigor el Reglamento (UE) n.º 462/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 1060/2009 sobre agencias de calificación crediticia. Entre otras novedades, esta norma introdujo nuevas obligaciones para los emisores cuando pretendan contratar simultáneamente a dos o más agencias de calificación crediticia.

De acuerdo con la exposición de motivos de la norma, la medida persigue fomentar la competencia en un mercado dominado por las grandes agencias de calificación crediticia, buscando incentivar el recurso por parte de los emisores a agencias de calificación de menor tamaño. En este contexto, y dado que resulta una práctica habitual que algunos emisores o personas vinculadas soliciten dos o más calificaciones crediticias de distintas agencias, el regulador estimó idóneo que, en estos casos de múltiple contratación, el emisor considere la posibilidad de designar a una agencia con menos de un 10 % de cuota de mercado. La decisión de contratarla o no solo corresponde al emisor, pero la norma utiliza un enfoque inspirado en el principio de «cumplir o explicar» para requerirle que documente su decisión en caso de no contratar a una agencia pequeña.

Concretamente el artículo 8 quinquies, relativo al uso de varias agencias de calificación crediticia, establece que aquellos emisores o personas vinculadas que se propongan contratar por lo menos a dos agencias de calificación crediticia para la calificación de la misma emisión o entidad deberán considerar la posibilidad de contratar por lo menos a una agencia pequeña, con una cuota no superior al 10 % del mercado total (de acuerdo con la cifra total de ingresos) de entre la lista anual de agencias publicada por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), siempre que el emisor la considere capaz de calificar la emisión o la entidad en cuestión.

En caso de que el emisor o tercero vinculado no designe al menos a una agencia pequeña, se establece el requisito de hacer constar dicha circunstancia, por lo que tal como se indicaba anteriormente, el reglamento no obliga a los emisores a contratar a una agencia pequeña, sino a documentar la decisión de no contratarla cuando sea el caso.

La CNMV inició la supervisión de este requisito a comienzos del año 2016, conforme a lo previsto en su programa de supervisión aprobado en la segunda mitad de 2015. Las conclusiones extraídas de los primeros análisis pusieron de manifiesto la necesidad de aclarar el contenido de este artículo y, especialmente, el de la obligación de documentación prevista en el mismo. Con relación a lo anterior, para facilitar y estandarizar la forma de documentar la designación de agencias, el pasado mes de abril la

CNMV puso a disposición del público un modelo de cumplimentación voluntaria (Comunicación de la CNMV de 26 de abril de 2016, disponible en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)), que pueden utilizar los emisores o terceros vinculados como forma de dar cumplimiento al artículo 8 quinquies.

El modelo de cumplimiento voluntario contiene dos elementos clave. El primero es la identificación de aquellas agencias cuya posible contratación hayan considerado. El segundo, la razón o razones que documentan la decisión de no contratar finalmente a una agencia con una cuota no superior al 10 % del mercado total. Para facilitar la estandarización de las respuestas, el modelo ofrece al emisor o tercero vinculado algunos motivos genéricos que se citan a modo de ejemplo, concretamente: el grado de aceptación por los inversores, la calidad estimada del análisis, la metodología utilizada, el comportamiento histórico de las calificaciones crediticias o el baremo de evaluación de la calidad crediticia de las agencias (*mapping of ECAIs' credit assessment*) y el precio. También pueden señalarse otros motivos.

En la comunicación de la CNMV se recuerda que no se exige hacer pública la documentación en la que se haga constar la decisión del emisor (por ejemplo, el modelo voluntario), sino que basta con que esté a disposición de la CNMV.

También se recuerda que el requisito de contratación de al menos dos agencias en las emisiones de titulización cuando se califique el instrumento (previsto en el artículo 8 quáter del referido reglamento) queda igualmente sujeto al cumplimiento del artículo 8 quinquies de recurso a pequeñas agencias.

Los principales índices de renta variable internacional, que registraron pérdidas cuantiosas durante el primer trimestre del año, experimentaron alzas hasta finales de mayo, cuando un nuevo rebrote de incertidumbre, asociado esta vez a las dudas sobre el resultado del referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea (*Brexit*) y sobre el próximo movimiento al alza de los tipos de interés en EE. UU., hizo que las bolsas cayeran de nuevo (véase cuadro 1). En el acumulado del año, los peores registros se observaban en los índices de renta variable japoneses (-16,4 % el Nikkei) y en los de la zona del euro, cuyas pérdidas iban desde el 10 % del índice francés Cac 40 hasta el 22,9 % del italiano Mib 30. La caída del índice español (13,6 %) continuó en un rango intermedio. En EE. UU. los índices mostraron un comportamiento mucho más estable durante el año: en la primera mitad del ejercicio el índice Dow Jones o el S&P 500 se revalorizaban ligeramente (1,2 % y 1,3 % respectivamente) mientras que el tecnológico Nasdaq perdía un 3,4 %. Los indicadores de volatilidad, que habían descendido desde los máximos anuales de mediados de febrero, volvieron a incrementarse a mediados de año, sobre todo en la zona del euro y en Japón, donde superaron el 30 % (véase panel derecho del gráfico 7).

En los mercados de renta variable emergente, el índice MSCI, que se había revalorizado un 2,4 % en el primer trimestre, cayó un 2 % en el segundo, reduciendo el avance acumulado del año hasta el 0,4 %. Sin embargo, los índices de renta variable de las economías emergentes no están siguiendo un patrón homogéneo. En general, se observa un comportamiento más favorable en los índices de Latinoamérica y de Europa del Este en contraste con los índices de las economías asiáticas, donde las

*Los principales índices de renta variable volvieron a caer en el segundo trimestre debido a la incertidumbre en torno al Brexit y a la próxima subida de tipos en EE. UU.*

*En las bolsas de las economías emergentes se observó una cierta disparidad, con avances en las bolsas latinoamericanas y de Europa del Este y pérdidas en las bolsas relacionadas con la economía china.*

dudas relacionadas con la desaceleración de su actividad han sido mucho mayores a lo largo del año. Entre los mayores retrocesos, cabe destacar los de las bolsas relacionadas con la economía china (18,4 % del índice Shanghai Composite y 6,6 % del Hang Seng). Por el contrario, en Latinoamérica, el índice argentino Merval y el brasileño Bovespa se incrementaban un 12,3 % y un 12,8 % respectivamente, y en Europa del Este, el principal índice de la bolsa rusa avanzaba un 20,2 % con respecto a los registros de finales de 2015.

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

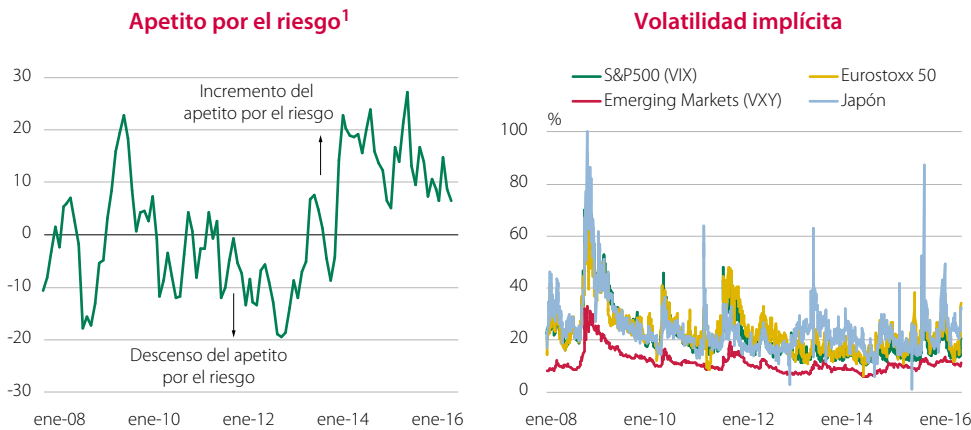
CUADRO 1

%	2012	2013	2014	2015	II-15	III-15	IV-15	I-16	II-16 (hasta el 15 de junio)	
									% s/ trim. ant.	% s/ dic-15
<b>Mundo</b>										
MSCI World	13,2	24,1	2,9	-2,7	-0,3	-8,9	5,1	-0,9	-0,9	-1,7
<b>Zona del euro</b>										
Eurostoxx 50	13,8	17,9	1,2	3,8	-7,4	-9,5	5,4	-8,0	-5,8	-13,4
Euronext 100	14,8	19,0	3,6	8,0	-4,5	-8,7	5,6	-4,6	-4,4	-8,8
Dax 30	29,1	25,5	2,7	9,6	-8,5	-11,7	11,2	-7,2	-3,6	-10,6
Cac 40	15,2	18,0	-0,5	8,5	-4,8	-7,0	4,1	-5,4	-4,9	-10,0
Mib 30	10,2	18,8	-0,4	12,7	-2,7	-5,2	0,6	-15,4	-8,8	-22,9
Ibex 35	-4,7	21,4	3,7	-7,2	-6,5	-11,2	-0,2	-8,6	-5,4	-13,6
<b>Reino Unido</b>										
FTSE 100	5,8	14,4	-2,7	-4,9	-3,7	-7,0	3,0	-1,1	-3,4	-4,4
<b>Estados Unidos</b>										
Dow Jones	7,3	26,5	7,5	-2,2	-0,9	-7,6	7,0	1,5	-0,3	1,2
S&P 500	13,4	29,6	11,4	-0,7	-0,2	-6,9	6,5	0,8	0,6	1,3
Nasdaq-Composite	15,9	38,3	13,4	5,7	1,8	-7,4	8,4	-2,7	-0,7	-3,4
<b>Japón</b>										
Nikkei 225	22,9	56,7	7,1	9,1	5,4	-14,1	9,5	-12,0	-5,0	-16,4
Topix	18,0	51,5	8,1	9,9	5,7	-13,4	9,6	-12,9	-5,2	-17,5

Fuente: Datastream.

<sup>1</sup> En moneda local.





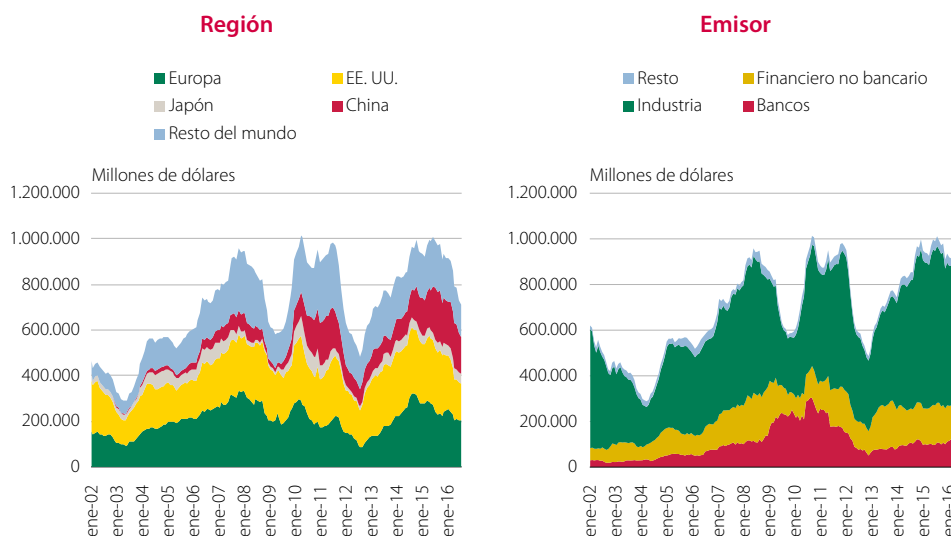
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

Las emisiones de instrumentos de renta variable ascendieron a 352.000 millones de dólares en el primer semestre del año, un 36 % menos que en el mismo periodo de 2015 (en términos acumulados de 12 meses las emisiones se situaron en 714.000 millones —véase gráfico 8—, muy por debajo de los máximos de mayo del ejercicio pasado). El descenso, que en parte se puede atribuir a la incertidumbre presente en los mercados durante buena parte del año, fue generalizado entre las diferentes regiones (Europa: -35 %, EE. UU.: -45 %, Japón: -34 %, China: -21 %). Por sectores también se observaron retrocesos considerables en todos ellos salvo en las empresas del sector de *utilities*, cuyas emisiones, aunque reducidas, se incrementaron un 36 % en el primer semestre. En términos relativos destacó el retroceso de las emisiones de renta variable de los bancos (un 81 %) mientras que en términos absolutos la caída fue mayor en el ámbito de las empresas industriales (al pasar de 371.000 millones de dólares a 247.000 millones).

*Las emisiones de renta variable también experimentaron un retroceso significativo durante el primer semestre del año.*

Emisiones internacionales de renta variable



Fuente: Dealogic. Datos acumulados de doce meses hasta el 15 de junio. Este último mes se añade en su equivalencia mensual con fines comparativos.

## 2.2 La evolución económica y financiera nacional

*El PIB de la economía española creció un 0,8 % en el primer trimestre del año (3,4 % en términos anuales), muy por encima del avance de la zona del euro (1,5 %).*

*Destacó la fortaleza del consumo privado, mientras que otros componentes de la demanda interna registraron una cierta ralentización en su avance.*

El PIB de la economía española continuó creciendo a un buen ritmo durante el primer trimestre del año, muy por encima del registro de la zona del euro, aunque se observó una cierta ralentización respecto al cuarto trimestre de 2015. En particular, el PIB creció un 3,4 % en términos interanuales (0,8 % trimestral), una décima por debajo de la cifra del trimestre anterior y casi dos puntos por encima del avance del PIB en la zona del euro (1,5 % anual).

Los principales componentes del PIB muestran una leve disminución de la aportación de la demanda interna al crecimiento, que pasó de 4,1 a 3,8 puntos porcentuales (p.p.), y una mejora de la aportación del sector exterior. La evolución de los componentes de la demanda interna fue desigual, observándose una aceleración del gasto en consumo privado, que pasó del 3,5 % al 3,7 %, y una leve ralentización del consumo público (del 3,7 % al 2,6 %) y de la formación bruta de capital fijo (del 6,4 % al 5,2 %). Tanto la inversión en construcción como en bienes de equipo registraron avances inferiores a los del cuarto trimestre de 2015. En cuanto al sector exterior, las exportaciones, al igual que las importaciones, crecieron menos que a finales de 2015, al pasar del 5,3 % al 3,7 % las primeras y del 7,7 % al 5,4 % las segundas. En conjunto, la aportación del sector exterior al crecimiento total mejoró, aunque siguió siendo negativa (pasó de -0,6 a -0,4 p.p.).

**España: principales variables macroeconómicas (% var. anual)**

CUADRO 2

	2012	2013	2014	2015	CE <sup>1</sup>	
					2016P	2017P
<b>PIB</b>	-2,6	-1,7	1,4	3,2	2,6	2,5
Consumo privado	-3,5	-3,0	1,2	3,1	3,0	2,3
Consumo público	-4,5	-2,8	0,0	2,7	1,0	1,0
Formación bruta de capital fijo, de la que:	-7,1	-2,4	3,5	6,4	4,7	5,0
Construcción	-8,2	-7,1	-0,1	5,3	n.d.	n.d.
Bienes de equipo y otros	-8,5	4,3	10,7	10,1	7,7	6,5
Exportaciones	1,1	4,3	5,1	5,4	4,5	5,2
Importaciones	-6,2	-0,3	6,4	7,5	5,8	5,8
Sector exterior (contribución al crecimiento, p. p.)	2,1	1,4	-0,2	-0,5	-0,3	-0,1
<b>Empleo<sup>2</sup></b>	-4,9	-3,5	1,1	3,0	2,5	2,0
<b>Tasa de paro</b>	24,8	26,1	24,4	22,1	20,0	18,1
<b>Índice de precios de consumo</b>	2,4	1,4	-0,1	-0,5	-0,1	1,4
<b>Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)</b>	-0,2	1,5	1,0	1,4	1,5	1,3
<b>Saldo de las AA. PP. (% PIB<sup>3</sup>)</b>	-10,4	-6,9	-5,9	-5,1	-3,9	-3,1
<b>Deuda pública (% PIB)</b>	85,4	93,7	99,3	99,2	100,3	99,6
<b>Posición de inversión internacional neta (% PIB<sup>4</sup>)</b>	-68,7	-85,5	-88,2	-79,9	n.d.	n.d.

Fuente: Thomson Datastream, Comisión Europea, Banco de España e INE.

1 Las previsiones de la Comisión Europea corresponden a mayo de 2016.

2 En términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

3 Se incluyen las ayudas públicas a las entidades de crédito en 2012, 2013, 2014 y 2015 por una cuantía del 3,8 %, el 0,5 %, el 0,1 % y el 0,1 % del PIB, respectivamente.

4 Sin Banco de España.

n.d.: [dato] no disponible.

Desde el punto de vista de la oferta, todas las ramas presentaron leves disminuciones en sus tasas de avance salvo el sector de los servicios, cuyo valor añadido se incrementó un 3,5 % (3,4 % en el trimestre anterior). El valor añadido de las ramas primarias creció un 5,5 % (6,2 % en el anterior), el de la industria lo hizo un 2,6 % (3,4 % en el anterior) y el de la construcción fue del 2,6 % (4 % anterior).

*Desde el punto de vista de la oferta, solo el sector de los servicios registró una aceleración de su crecimiento.*

La inflación española lleva en negativo todo este año (y buena parte del año pasado), como consecuencia del descenso de los precios de la energía (-13,6 % de media en el año). En mayo, la tasa de variación anual del IPC se situó en el -1,0 %, muy por debajo del dato de cierre de 2015 (0 %) y de la media de aquel año (-0,5 %). Además del descenso de los precios más volátiles del índice, también se ha observado una ligera desaceleración de la inflación de otros componentes, que ha dado lugar a un leve descenso de la tasa de inflación subyacente desde el 0,9 % de diciembre del año pasado hasta el 0,7 % en abril. El diferencial de inflación con la zona del euro se ha ido ampliando desde -0,4 p.p. en diciembre hasta -1,0 p.p. en mayo (véase gráfico 9).

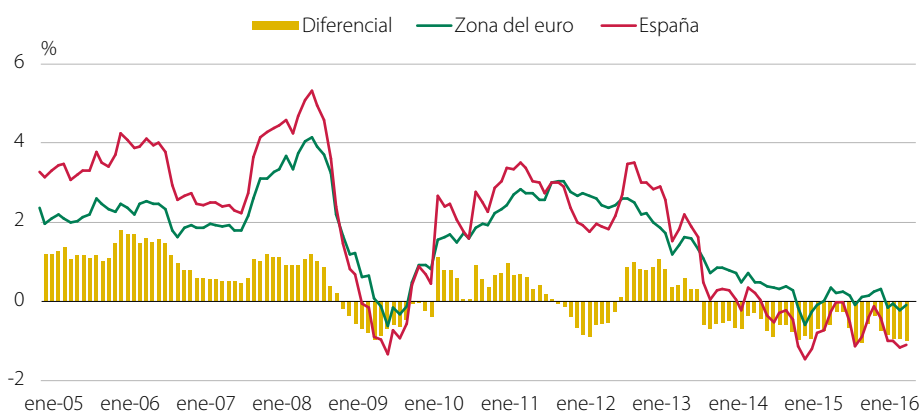
*La inflación continúa en terreno negativo como consecuencia del descenso de los precios de la energía. La tasa subyacente se sitúa en el 0,7 %.*

En el mercado laboral continuó el dinamismo del proceso de creación de empleo, que se produce en sintonía con el avance de la actividad doméstica. Así, en el primer trimestre del año, el empleo se incrementó un 3,2 % interanual (un 3,0 % de media en 2015). El número de ocupados en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo alcanzó los 17,18 millones, 533.000 más que hace un año. Por su parte, la tasa de paro se situó en el 21 % en el primer trimestre del ejercicio, ligeramente por debajo de la media del conjunto de 2015 (22,1 %). La variación de los costes laborales unitarios, que se puede estimar como la diferencia entre el crecimiento de la remuneración por asalariado y el crecimiento de la productividad, fue ligeramente negativa en el primer trimestre del año (-0,5 %, 0,3 % de media en 2015) debido a la caída de la remuneración por asalariado (-0,3 %) y al leve incremento de la productividad (0,2 %).

*Continúa el proceso de creación de empleo, con tasas de avance superiores al 3 %, aunque la tasa de paro sigue siendo elevada (21 % en el primer trimestre).*

**IPC armonizado: España vs. zona del euro (% var. anual)**

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta mayo.

El déficit de las Administraciones públicas (AA. PP.) se situó en el 5,1 % del PIB en 2015, por debajo de las cifras de 2014 (5,9 %), pero casi un punto porcentual por encima del objetivo del Gobierno (4,2 %). El desglose por tipo de administración revela que el déficit de la Administración central fue del 2,5 % del PIB, el de las comunidades autónomas del 1,7 % y el de la seguridad social un 1,3 %, mientras que las

*El déficit público se situó en el 5,1 % del PIB en 2015, casi un punto porcentual por debajo del registro de 2014 pero muy por encima del objetivo del Gobierno.*

corporaciones locales registraron un superávit presupuestario del 0,4 % del PIB. Por su parte, la deuda agregada de las AA. PP. según el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE) se situó en el 99,2 % del PIB a finales de 2015, ligeramente por debajo de la cifra de 2014 (99,3 % del PIB), pero volvió a aumentar en el primer trimestre de 2016 hasta el 100,5 % del PIB. Los datos de ejecución presupuestaria hasta marzo sitúan el déficit consolidado de las AA. PP., excluyendo a las corporaciones locales, en el 0,8 % del PIB, una cifra similar a la del primer trimestre de 2014. De acuerdo con la última actualización del Programa de Estabilidad para el periodo 2016-2019, el déficit público descendería hasta el 3,6 % del PIB este año y al 2,9 % el año que viene.

*El favorable entorno macroeconómico permite reducir la morosidad de los bancos, pero el sector continúa teniendo dificultades por el reducido nivel de los tipos de interés.*

El entorno doméstico de mejora de la actividad económica y del empleo está permitiendo una reducción gradual de la morosidad en el sector bancario, aunque el volumen de activos dudosos sigue siendo relativamente elevado. El contexto de tipos de interés tan reducidos, que puede perdurar en el tiempo, contribuyó también a esa menor morosidad, aunque al mismo tiempo está limitando la capacidad de generación de beneficios de estas entidades, cuyas rentabilidades se están situando por debajo de la media histórica, en línea con las de otros países de la zona del euro. En el caso español, además, el sector bancario afronta los riesgos derivados de la desaceleración de las economías latinoamericanas, frente a las cuales tiene una exposición relativamente elevada.

*La morosidad del sector bancario se situaba en marzo en el 10 % del saldo de crédito, algo menos que a finales de 2015...*

Así, la recuperación de la actividad económica española permitió que la tasa de morosidad del sector siguiera descendiendo en los primeros meses de 2016, aunque más lentamente que en ejercicios pasados. En marzo, esta tasa se situaba para el crédito a otros sectores residentes (empresas no financieras y hogares) en el 10 % del saldo vivo, por debajo del 10,1 % de finales de 2015 y de los máximos superiores al 13,6 % alcanzados a finales de 2013. La cuenta de resultados de las entidades de depósito arrojaba un beneficio acumulado a lo largo de 2015 de 9.303 millones de euros, inferior a los 11.343 millones obtenidos en 2014. El resultado de la actividad de explotación fue ligeramente menor que el de 2014 (12.799 millones de euros en 2015 frente a 12.933 millones en 2014), pues el descenso del margen bruto fue mayor que la disminución de las pérdidas por el deterioro de los activos financieros. El incremento de las pérdidas por el deterioro de otros activos, que pasaron de 1.528 millones de euros en 2014 a 3.413 millones en 2015, llevó a la caída del resultado contable final.

*... y en abril la financiación al sector residente no financiero caía un 2,1 %, más que a finales de 2015 (-1,4 %).*

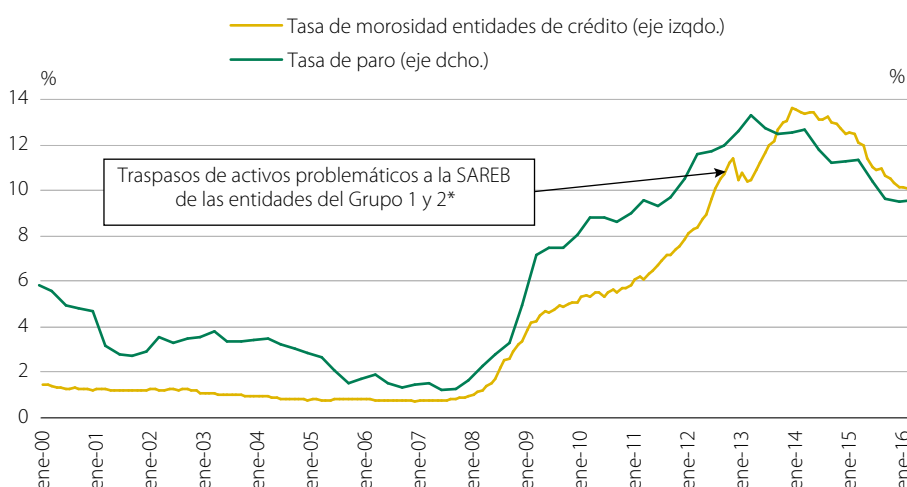
La financiación bancaria al sector no financiero residente (empresas y hogares) continuó descendiendo durante los primeros meses de 2016, ahora a tasas algo más intensas que las de finales de 2015. Así, en abril, la tasa interanual de la financiación (préstamos y valores distintos de acciones) a las sociedades no financieras caía un 1,8 % (-0,8 % en diciembre de 2015) y la de los hogares retrocedía un 2,4 % (-2,2 % en diciembre). En el caso de las sociedades no financieras, el retroceso de la tasa de financiación se originó por la mayor caída tanto de los préstamos a estas entidades como de la financiación vía deuda. En los hogares, la caída más intensa de la financiación total se explica por la evolución del préstamo para la adquisición de vivienda. En la zona del euro, por el contrario, la tasa anual del saldo de los préstamos concedidos a las empresas no financieras y a las familias, positiva en ambos casos, continuó al alza en 2016. En el caso de las sociedades no financieras, el préstamo se incrementaba un 0,9 % en abril (0,1 % en diciembre de 2015) y en el caso de los hogares lo hacía un 2,2 % (1,9 % en diciembre).

Siguiendo la tónica de ejercicios anteriores, el tamaño del sector bancario continuó disminuyendo durante los primeros meses de 2016. Algunos factores, entre los que destaca el reducido nivel de los tipos de interés, que limita el volumen de negocio del sector, cobran una mayor relevancia en la actualidad. Así, el balance agregado de estas entidades se situó en 2,74 billones de euros a finales de marzo (21.000 millones menos que al finalizar 2015). En general, todas las fuentes de financiación redujeron su importe: el saldo de los depósitos cayó casi 14.600 millones de euros, el saldo de deuda lo hizo en más de 14.000 millones y el patrimonio disminuyó cerca de 3.500 millones. También se redujo el volumen neto de financiación que estas entidades obtienen del Eurosistema, al pasar de 133.000 millones de euros a finales de 2015 a algo menos de 130.000 millones en abril.

*El tamaño del sector bancario siguió descendiendo en los primeros meses de 2016, con retrocesos en las fuentes de financiación más importantes.*

### Tasa de morosidad de las entidades de crédito y tasa de paro<sup>1</sup>

GRÁFICO 10



Fuente: Banco de España e INE. Datos hasta marzo de 2016.

<sup>1</sup> Sobre la población activa.

\* Los trasposos de las entidades del Grupo 1 se produjeron en diciembre de 2012 (36.695 millones de euros) y las del Grupo 2 en febrero de 2013 (14.086 millones de euros).

El resultado agregado de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 17.157 millones de euros en 2015, un 6,9 % menos que en 2014. Este descenso se debió casi en su totalidad a la caída del beneficio de las empresas del sector de la energía, que pasó de 10.807 millones de euros en 2014 a 5.202 millones en 2015, afectadas por el fuerte retroceso del precio del petróleo. El resto de los sectores no financieros mostró estabilidad o avance en los beneficios en 2015. Destacó el fuerte incremento del beneficio de las empresas del sector de la construcción e inmobiliario, que fue más del triple de la cifra de 2014 (3.434 millones de euros en 2015 frente a 1.097 millones en 2014), y el de las empresas del sector del comercio y los servicios, con una variación del 43 %, hasta los 6.836 millones de euros. El beneficio de las empresas industriales mostró variaciones poco significativas en el ejercicio pasado, manteniéndose en cifras algo superiores a los 1.600 millones de euros (véase cuadro 3).

*El resultado agregado de las sociedades cotizadas no financieras cayó cerca de un 7 % en 2015 debido al retroceso de las energéticas.*

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

CUADRO 3

Millones de euros	EBITDA <sup>2</sup>		EBIT <sup>3</sup>		Resultado (consolidado) del ejercicio	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
Energía	10.378	7.979	8.926	6.087	10.807	5.202
Industria	3.155	3.000	2.452	2.338	1.693	1.631
Comercio y servicios	13.594	8.732	7.849	2.776	4.781	6.836
Construcción e inmobiliario	2.723	5.312	1.072	3.024	1.097	3.434
Ajustes	40	34	-61	-68	-47	-55
<b>TOTAL AGREGADO</b>	<b>29.811</b>	<b>24.988</b>	<b>20.359</b>	<b>14.294</b>	<b>18.424</b>	<b>17.157</b>

Fuente: CNMV.

- 1 Resultados acumulados en el año.
- 2 Resultado bruto de explotación.
- 3 Resultados antes de intereses e impuestos.

*El nivel de deudas agregado se incrementó ligeramente (1,6 %), pero la ratio de apalancamiento registró un leve descenso entre 2014 y 2015 (de 1,28 a 1,22) debido al mayor incremento del patrimonio neto de estas sociedades.*

Por su parte, el endeudamiento agregado de las sociedades cotizadas no financieras ascendió a 255.360 millones de euros en 2015, un 1,6 % más que en 2014 (véase cuadro 4). Todos los sectores registraron incrementos en el nivel de deudas, excepto el de la construcción e inmobiliario, que continúa con su proceso de desapalancamiento. Por su volumen, cabe señalar el nivel de deudas de las empresas del comercio y los servicios, que era de 107.618 millones de euros a finales de 2015, un 1,3 % superior al de 2014, y el de las empresas del sector de la energía, que superaba los 77.000 millones (un 7,7 % más). La ratio de apalancamiento agregada (cociente entre el nivel de deudas y el patrimonio neto) del conjunto de empresas cotizadas no financieras experimentó un leve descenso, al pasar de 1,28 en 2014 a 1,22 en 2015. Esta reducción se debió al mayor incremento del patrimonio neto en relación con el nivel de las deudas. Además, la ratio de cobertura de la deuda, evaluada mediante el cociente de las deudas entre el resultado de explotación, registró un cierto deterioro en 2015, al incrementarse desde 8,4 hasta 10,2. Esta ratio empeoró en todos los sectores, salvo en el de la construcción e inmobiliario.

**Evolución del endeudamiento financiero bruto por sectores:  
empresas cotizadas**

CUADRO 4

Millones de euros	Deudas <sup>1</sup>		Deudas sobre patrimonio neto		Deudas sobre EBITDA <sup>2</sup>	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
Energía	71.572	77.051	0,74	0,75	6,9	9,7
Industria	16.261	16.744	0,86	0,83	5,2	5,6
Comercio y servicios	106.193	107.618	1,78	1,89	7,8	12,3
Construcción e inmobiliario	58.623	55.275	2,56	1,86	21,5	10,4
Ajustes	-1.381	-1.328				
<b>TOTAL AGREGADO</b>	<b>251.268</b>	<b>255.360</b>	<b>1,28</b>	<b>1,22</b>	<b>8,4</b>	<b>10,2</b>

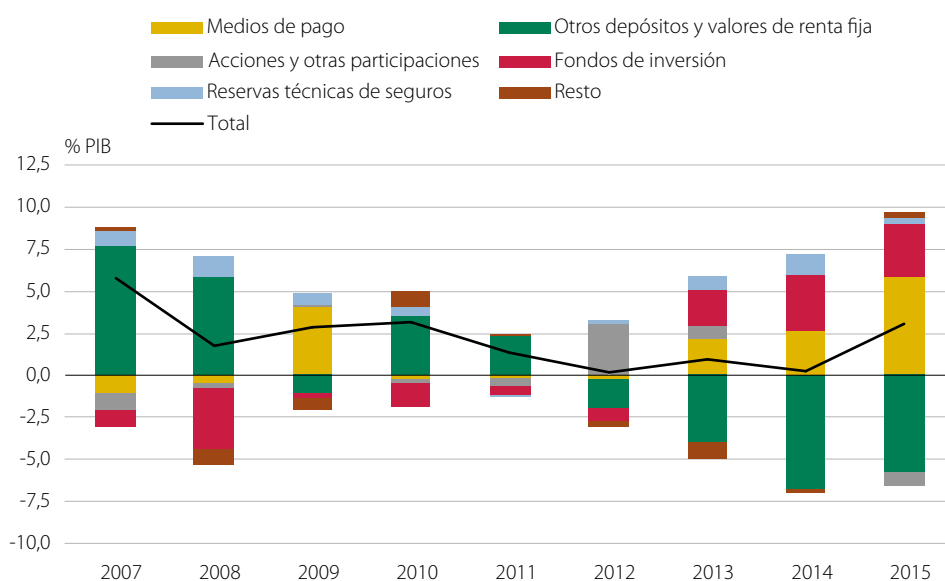
- 1 En millones de euros.
- 2 Resultado bruto de explotación.

Los indicadores de posición patrimonial de los hogares revelan que su tasa de ahorro se mantuvo relativamente estable en 2015 en valores algo superiores al 9 % de su renta bruta disponible (RBD). Su situación patrimonial continuó mejorando en el ejercicio, pues descendió tanto la ratio de endeudamiento sobre la renta disponible como la ratio de carga financiera. La primera cayó desde el 112,1 % de la RBD a finales de 2014 hasta el 106,1 % en diciembre de 2015, por el descenso del nivel de las deudas y también por la expansión de las rentas de los hogares, que recibieron el impulso de elementos como el descenso del precio del petróleo, la rebaja del IRPF o el aumento de la remuneración por asalariado. La ratio de carga financiera, que pasó del 12,6 % al 12 % de la RBD en los mismos periodos, reflejó además el descenso del coste medio de la deuda. El importe de las inversiones financieras realizadas por los hogares ascendió al 3 % del PIB en 2015, por encima de los registros de los últimos tres años (0,2 % en 2014, 0,9 % en 2013 y 0,2 % en 2012). El patrón inversor fue similar al del ejercicio anterior, pues los hogares realizaron desinversiones cuantiosas en depósitos a plazo e instrumentos de deuda (5,8 % del PIB), ambos escasamente remunerados en el contexto actual, en favor del efectivo y los depósitos a la vista (5,8 % del PIB) y de los fondos de inversión (3,1 % del PIB). También se produjo una desinversión de menor cuantía en acciones y otras participaciones.

*Mejora la situación patrimonial de los hogares debido a factores de diversa naturaleza. Además estos incrementan la inversión en instrumentos financieros, sobre todo en medios de pago y en fondos de inversión.*

### Hogares: adquisiciones netas de activos financieros

GRÁFICO 11



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

### 2.3 Perspectivas

Las previsiones más recientes del FMI indican que el crecimiento del PIB mundial se situará en el 3,2 % este año y en el 3,5 % en 2017, por encima del registro de 2015 (3,1 %). Estos pronósticos son ligeramente inferiores a los publicados con anterioridad, debido al menor crecimiento esperado tanto para las economías avanzadas como para las emergentes. El aumento esperado del PIB para las primeras es del 1,9 % y 2 % en 2016 y 2017, respectivamente, algo más que en 2015 (1,9 %); mientras que el de las segundas es del 4,1 % este año y del 4,6 % el año que viene (4 % en 2015).

*La economía mundial crecerá un 3,2 % este año, una décima más que en 2015.*

El Brexit, la incertidumbre sobre la próxima subida de tipos en EE. UU. y la desaceleración de las economías emergentes continúan siendo los riesgos más relevantes.

Los riesgos más relevantes que pueden alterar este escenario de crecimiento y generar nuevos episodios de elevada volatilidad en los mercados financieros tienen que ver con la incertidumbre alrededor del calendario de subidas de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal y, especialmente, con el referéndum a finales de junio acerca de la posible salida del Reino Unido de la Unión Europea (*Brexit*). También existen riesgos derivados del proceso de desaceleración de algunas economías emergentes así como de la debilidad del sector bancario, sobre todo en Europa. En esta última área económica, los bancos operan en un contexto caracterizado por una actividad económica aún débil y un nivel de tipos de interés extraordinariamente reducido (sin visos de cambiar por un periodo prolongado de tiempo), lo que complica de forma sustancial la generación de ingresos del sector y cuestiona la viabilidad de las vías tradicionales de hacer negocio. El sector afronta, además, una competencia creciente de otros agentes, en particular de la denominada banca en la sombra (*shadow banking*), que ofrece financiación al margen del canal bancario, y de las empresas del sector *fintech*, que se apoyan en la innovación tecnológica para ofrecer servicios tradicionalmente vinculados a la banca. Por último, la persistencia de varios conflictos geopolíticos de carácter internacional también puede resultar negativa en este escenario central de previsiones.

### Producto Interior Bruto (% var. anual)

CUADRO 5

	2012	2013	2014	2015	FMI <sup>1</sup>	
					2016P	2017P
Mundial	3,5	3,3	3,4	3,1	3,2 (-0,2)	3,5 (-0,1)
EE. UU.	2,2	1,5	2,4	2,4	2,4 (-0,2)	2,5 (-0,1)
Zona del euro	-0,9	-0,3	0,9	1,6	1,5 (-0,2)	1,6 (-0,1)
Alemania	0,6	0,4	1,6	1,5	1,5 (-0,2)	1,6 (-0,1)
Francia	0,2	0,7	0,2	1,1	1,1 (-0,2)	1,3 (-0,2)
Italia	-2,8	-1,7	-0,3	0,8	1,0 (-0,3)	1,1 (-0,1)
España	-2,6	-1,7	1,4	3,2	2,6 (-0,1)	2,3 (0,0)
Reino Unido	1,2	2,2	2,9	2,2	1,9 (-0,3)	2,2 (0,0)
Japón	1,7	1,4	-0,0	0,5	0,5 (-0,5)	-0,1 (-0,4)
Emergentes	5,3	4,9	4,6	4,0	4,1 (-0,2)	4,6 (-0,1)

Fuente: FMI.

1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en abril de 2016 respecto a enero de 2016.

La economía española seguirá creciendo muy por encima de los registros de la zona del euro, aunque también se perciben riesgos relevantes. Algunos son comunes a otros países europeos (debilidad del sector bancario) pero otros son idiosincráticos (incertidumbre política).

En cuanto a la economía española, el FMI pronostica un crecimiento del 2,6 % en 2016 (una décima menos que en la última previsión) y del 2,3 % en 2017 (igual que el último pronóstico). Aunque esta tendencia supone una leve desaceleración de la economía española, esta continuaría creciendo muy por encima de las tasas que registraría la zona del euro (1,5 % y 1,6 %). El éxito de algunas reformas estructurales, el fuerte abaratamiento del petróleo y la depreciación del euro han sido elementos que han favorecido el escenario de fuerte crecimiento y creación de empleo. Sin embargo, la economía española afronta varios riesgos importantes. La mayoría de ellos —como, por ejemplo, los relacionados con las economías emergentes, con los problemas de rentabilidad en el sector bancario o los derivados del impacto de los conflictos geopolíticos— son comunes a otras economías europeas. Sin embargo, conviene tener



presentes también otros riesgos más específicos: los dos más relevantes son la incertidumbre de naturaleza política, que por el momento no ha tenido un impacto significativo en los mercados financieros domésticos, y la elevada exposición de algunas empresas españolas a las economías latinoamericanas que están en peor situación y a la economía británica, en caso de materializarse el denominado *Brexit*.

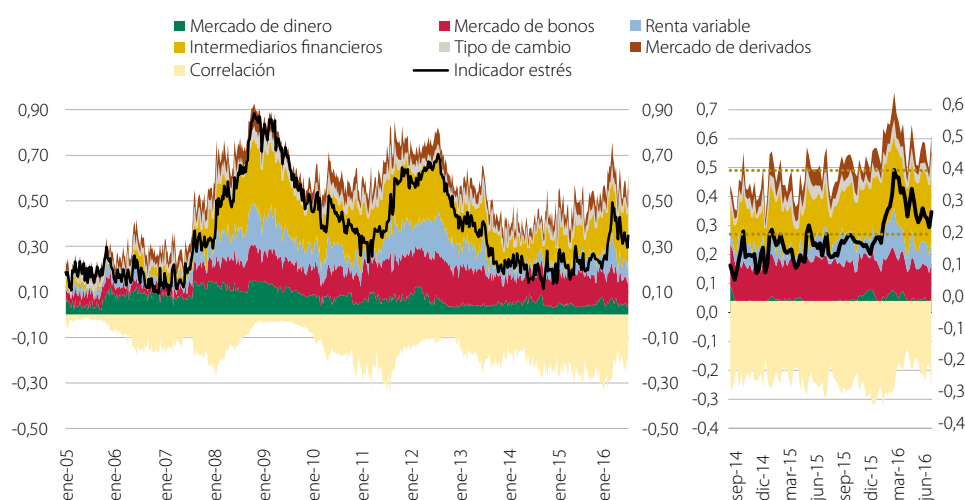
### 3 La evolución de los mercados nacionales

La incertidumbre presente en los mercados financieros internacionales durante las primeras semanas del año debido a varios elementos de riesgo (desaceleración de China y en general del crecimiento mundial, caída del precio del petróleo, etc.) dio lugar a un repunte transitorio del indicador de estrés de los mercados financieros españoles hasta niveles de 0,49<sup>4</sup> a mediados de febrero (véase gráfico 12). Desde entonces, la evaluación del estrés en el sistema financiero español ha disminuido hasta valores que se consideran compatibles con una situación de riesgo medio, aunque en determinados segmentos como, por ejemplo, el de intermediarios financieros, tipos de cambio o el mercado de derivados, los indicadores se mantienen en niveles elevados.

*El indicador que evalúa el estrés presente en los mercados financieros españoles ha descendido tras el repunte de mediados de febrero, aunque se mantiene en niveles de riesgo medio.*

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 12



Fuente: CNMV. Véase Estévez y Cambón (2015<sup>5</sup>).

4 El indicador de estrés calculado por la CNMV proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico en el sistema financiero español que oscila entre cero y uno. Para ello evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero (renta variable, renta fija, intermediarios financieros, mercado monetario, derivados y mercado de cambios) y lo agrega obteniéndose una única cifra que tiene en cuenta la correlación entre dichos segmentos. Las estimaciones econométricas indican que los valores del indicador por debajo de 0,27 corresponden a periodos de estrés reducido en el sistema financiero, mientras que los valores entre 0,27 y 0,49 corresponden a periodos de estrés intermedio y por encima de 0,49, a periodos de estrés elevado. Para mayor información véase el recuadro 1.1 del *Informe Anual de la CNMV de 2014* y Estévez, L. y Cambón, M.I. (2015). *A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)*. Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60. Disponible en: <http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/monografias.aspx>.

5 Estévez y Cambón (*op. cit.*).

### 3.1 Los mercados bursátiles

*En junio, la existencia de varios elementos de incertidumbre (el Brexit, el calendario de subida de tipos en EE. UU., la salud del sistema financiero europeo...) dio lugar a un nuevo episodio de volatilidad y de fuertes caídas en las cotizaciones bursátiles que revirtió la tendencia ascendente de las semanas anteriores.*

Los mercados españoles de renta variable iniciaron el año con descensos destacables, que llevaron al Ibex 35 a situarse a mediados de febrero en su nivel más bajo desde julio de 2013. Este comportamiento tuvo su origen en los temores de los inversores a una desaceleración del crecimiento de la economía mundial —incluso a una nueva recesión— las dudas sobre las economías emergentes, los bajos precios del petróleo y las renovadas incertidumbres sobre la situación del sistema financiero europeo. Después, la recuperación de los precios del petróleo, junto con los nuevos estímulos monetarios anunciados por el BCE y unos datos macroeconómicos en Europa y EE.UU. algo mejores de lo esperado, permitieron a las bolsas recuperar parte de las caídas con las que habían comenzado el ejercicio, aunque la situación volvió a deteriorarse a finales del segundo trimestre por la incertidumbre acerca del resultado del referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea —el denominado *Brexit*— y del calendario de subidas de tipos en EE. UU. La caída de las cotizaciones de los mercados españoles fue superior a la de las plazas de Alemania y Francia, pero inferior a las de Italia, situándose en línea con las del índice de referencia europeo Eurostoxx 50, lo cual agudizó los retrocesos ya acumulados en el año 2015. Por su parte, la volatilidad, que llegó a superar el 40 % a comienzos del año, se fue moderando conforme las bolsas mejoraban su comportamiento. La contratación acentuó los retrocesos observados en trimestres anteriores hasta alcanzar en lo que va año 444.400 millones de euros (un 21 % menos en términos interanuales), mientras que la negociación de acciones españolas en otras plataformas diferentes a las de su mercado de origen incrementó su importancia en la negociación total de estos valores hasta casi el 25 %. En los mercados primarios, el volumen de emisión de acciones, que había caído significativamente en el segundo semestre de 2015, volvió a incrementarse gracias a tres nuevas salidas a bolsa.

*El Ibex 35 retrocedió un 5,4 % en el segundo trimestre, lo que incrementó las pérdidas en el año hasta el 13,6 %. La evolución de otros índices fue similar, excepto la del índice de pequeñas empresas, cuya caída en el año se limita al 5,2 %. Por el contrario, los índices Latibex suben con fuerza en 2016, favorecidos por la apreciación de algunas divisas latinoamericanas.*

En este marco, el Ibex 35, que había caído un 8,6 % en el primer trimestre del año, volvió a retroceder en el segundo (-5,4 %), con lo que incrementó las pérdidas acumuladas en el año<sup>6</sup> hasta el 13,6 % (-7,2 % en el conjunto de 2015). Los retrocesos de otros índices españoles de renta variable fueron similares en el segundo trimestre, con caídas de entre el 4 % y el 5,6 %, aunque se observan diferencias en los registros acumulados en lo que va de año. Así, el Ibex 35, el IGBM y el índice de empresas de mediana capitalización acumulan retrocesos cercanos o incluso superiores al 13 %, mientras que en el caso de las compañías de pequeña capitalización las pérdidas se reducen al 5,2 % (véase cuadro 6). Por el contrario, los índices representativos de valores latinoamericanos que cotizan en euros presentaron retrocesos destacables en el trimestre, pero avances notables en el año, que acentuaron las alzas registradas en moneda local debido a la apreciación de algunas divisas como, por ejemplo, el real brasileño<sup>7</sup>. En particular, los índices FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top descienden en el trimestre un 5,4 % y 7,5 %, respectivamente, pero presentan avances del 16,9 % y 8,6 % en lo que va de año.

*La evolución de las cotizaciones de los sectores no fue homogénea en el segundo trimestre, con descensos en el sector financiero y el de las telecomunicaciones y ascensos en el sector del petróleo. En el acumulado del año todos los sectores presentan rentabilidad negativa.*

La evolución de las cotizaciones de los diferentes sectores no fue homogénea en el segundo trimestre: los mayores descensos se concentraron en el sector financiero por las dificultades para generar beneficios en un contexto de bajos tipos de interés, así como en el sector de la tecnología y las telecomunicaciones por los problemas del

6 Con datos hasta el 15 de junio.

7 La divisa brasileña se ha recuperado cerca de un 10 % respecto al euro en lo que va de año.

primer operador de telecomunicaciones para materializar la venta de su filial en el Reino Unido. Por el contrario, los sectores relacionados con el petróleo y la energía experimentaron alzas en sus cotizaciones gracias a la recuperación del precio del petróleo (24 % en el segundo trimestre y 31 % desde enero). En lo que va de año, todos los sectores presentan una rentabilidad negativa, concentrándose las mayores caídas en los servicios financieros, lastrados por el mal comportamiento de los bancos. Además, también descienden de modo destacado el sector de las telecomunicaciones y, en menor medida, los de servicios y bienes de consumo, afectados por el temor a una ralentización económica (véase cuadro 6).

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

CUADRO 6

Índices	2012	2013	2014	2015	IV-15 <sup>1</sup>	I-16 <sup>1</sup>	II-16 (hasta el 15 de junio)	
							% s/ trim. ant.	% s/dic. 2014
Ibex 35	-4,7	21,4	3,7	-7,2	-0,2	-8,6	-5,4	-13,6
Madrid	-3,8	22,7	3,0	-7,4	-0,1	-8,8	-5,6	-14,0
Ibex Medium Cap	13,8	52,0	-1,8	13,7	5,5	-9,3	-4,0	-12,9
Ibex Small Cap	-24,4	44,3	-11,6	6,4	6,6	-0,2	-5,1	-5,2
FTSE Latibex All-Share	-10,7	-20,0	-16,1	-39,2	-7,8	23,5	-5,4	16,9
FTSE Latibex Top	-2,6	-12,4	-11,1	-34,6	-4,9	17,4	-7,5	8,6
<b>Sectores<sup>2</sup></b>								
<b>Servicios financieros e inmobiliarios</b>	<b>-4,7</b>	<b>19,9</b>	<b>1,4</b>	<b>-24,2</b>	<b>-5,4</b>	<b>-14,3</b>	<b>-9,3</b>	<b>-22,3</b>
Banca	-4,8	18,8	1,6	-26,0	-6,3	-14,5	-9,8	-22,9
Seguros	-2,0	47,3	-9,2	-5,0	6,7	-19,3	2,6	-17,2
Inmobiliarias y otros	-14,4	38,3	36,3	18,4	2,6	0,1	0,6	0,7
<b>Petróleo y energía</b>	<b>-16,0</b>	<b>19,0</b>	<b>11,8</b>	<b>0,6</b>	<b>5,6</b>	<b>-6,7</b>	<b>0,0</b>	<b>-6,7</b>
Petróleo	-35,4	19,5	-15,1	-34,9	-2,8	-2,0	10,6	8,4
Electricidad y gas	-5,4	18,7	21,7	9,6	7,0	-7,4	-1,7	-9,1
<b>Mat. básicos, industria y construcción</b>	<b>-8,0</b>	<b>28,9</b>	<b>-1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,8</b>	<b>-3,5</b>	<b>-5,3</b>	<b>-8,7</b>
Construcción	-9,3	26,5	8,9	4,9	1,9	-6,6	-5,9	-12,2
Fabricación y montaje de bienes de equipo	-8,8	55,4	-18,3	49,0	17,4	3,0	-6,5	-3,7
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	-8,7	11,5	4,5	-30,8	6,8	10,9	-0,2	10,7
Ingeniería y otros	3,8	7,6	-17,0	-39,6	-23,1	-12,7	-2,2	-14,6
<b>Tecnología y telecomunicaciones</b>	<b>-18,3</b>	<b>22,8</b>	<b>2,5</b>	<b>-5,2</b>	<b>-2,2</b>	<b>-5,0</b>	<b>-9,2</b>	<b>-13,7</b>
Telecomunicaciones y otros	-23,0	17,1	2,6	-12,3	-4,8	-4,6	-12,8	-16,9
Electrónica y <i>software</i>	39,4	56,8	2,3	22,2	5,7	-6,1	2,8	-3,4
<b>Bienes de consumo</b>	<b>55,6</b>	<b>17,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>30,9</b>	<b>6,9</b>	<b>-6,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>-7,0</b>
Textil, vestido y calzado	66,2	13,5	-1,1	33,6	5,9	-6,7	-0,2	-6,8
Alimentación y bebidas	25,0	4,7	-5,2	26,4	3,2	-1,1	-1,4	-2,4
Productos farmacéuticos y biotecnología	68,3	39,6	-1,0	23,5	11,1	-8,7	-2,4	-10,9
<b>Servicios de consumo</b>	<b>12,7</b>	<b>58,9</b>	<b>10,0</b>	<b>10,4</b>	<b>3,1</b>	<b>-5,4</b>	<b>-4,1</b>	<b>-9,2</b>
Autopistas y aparcamientos	5,7	36,5	6,8	-7,9	2,0	0,3	-8,0	-7,8
Transporte y distribución	29,7	116,4	27,9	29,6	5,3	-6,9	-7,7	-14,1

Fuente: BME y Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

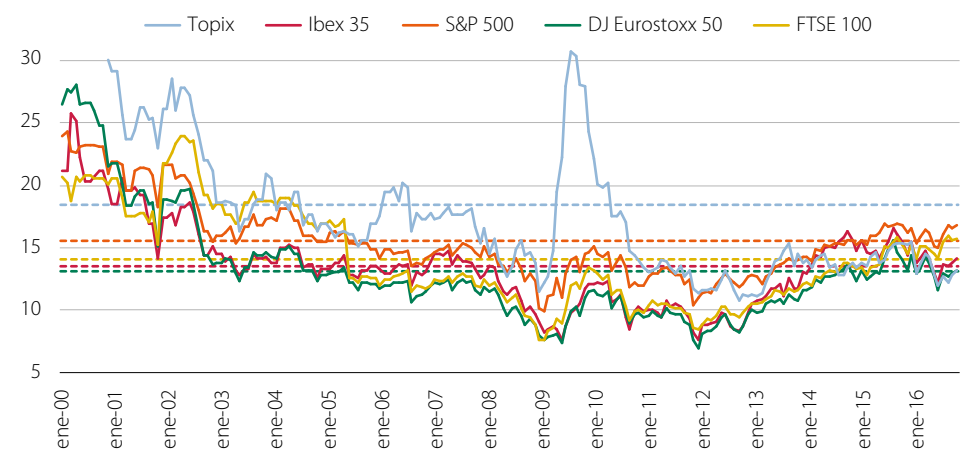
2 Sectores pertenecientes al IGBM. Dentro de cada sector, se muestra la información correspondiente a los subsectores más representativos.

A pesar de la caída de las cotizaciones, la ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) aumentó durante el trimestre, lo que anticipa una moderación de los beneficios empresariales.

A pesar del destacado descenso de las cotizaciones, la perspectiva de una moderación de los beneficios empresariales en los próximos meses provocó que la ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) del Ibex 35 aumentara ligeramente durante el segundo trimestre, desde 13,6 a 14,1 veces. Sin embargo, considerando lo que va de año esta ratio se mantiene estable debido a que el retroceso de las cotizaciones ha venido acompañado de un descenso equivalente de las estimaciones de beneficios. Como se observa en el gráfico 13, todas las ratios PER de los índices bursátiles más relevantes aumentaron ligeramente en el trimestre, lo que pone de manifiesto las expectativas de una ralentización económica en las economías avanzadas. Salvo el índice europeo Eurostoxx 50 y el japonés Topix, en todos los mercados este indicador se situó por encima de sus valores medios para el periodo 2000-2015.

Ratio precio-beneficios<sup>1</sup> (PER)

GRÁFICO 13



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

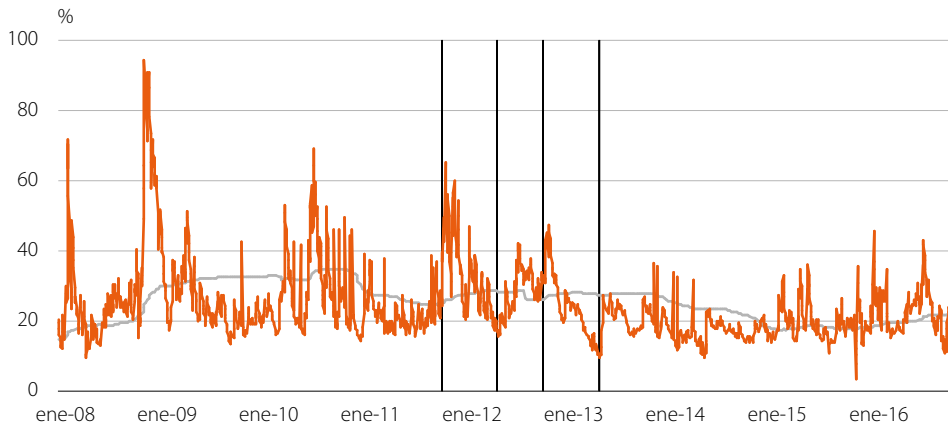
1 Con beneficios previstos a doce meses.

La incertidumbre en los mercados llevó a la volatilidad a superar puntualmente el 40 % en febrero. Después se moderó hasta caer en torno al 20 %, pero repuntó en junio por encima de la media del segundo trimestre por la incertidumbre generada por el Brexit.

La volatilidad del Ibex 35, que había repuntado con fuerza durante los dos primeros meses del año (cuando llegó a superar el 40 %), se moderó de modo significativo en el segundo trimestre, hasta situarse por debajo del 24 % a mediados de año. Este valor superaba la media del segundo trimestre (20 %), pero era inferior a la media del primero (29,55 %). La evolución de la volatilidad del mercado español fue parecida a la de otros índices europeos como el Eurostoxx 50, pero su nivel superó el de índices estadounidenses como el VIX, que se situó al final del trimestre en torno al 20 %.

## Volatilidad histórica del Ibex 35

GRÁFICO 14



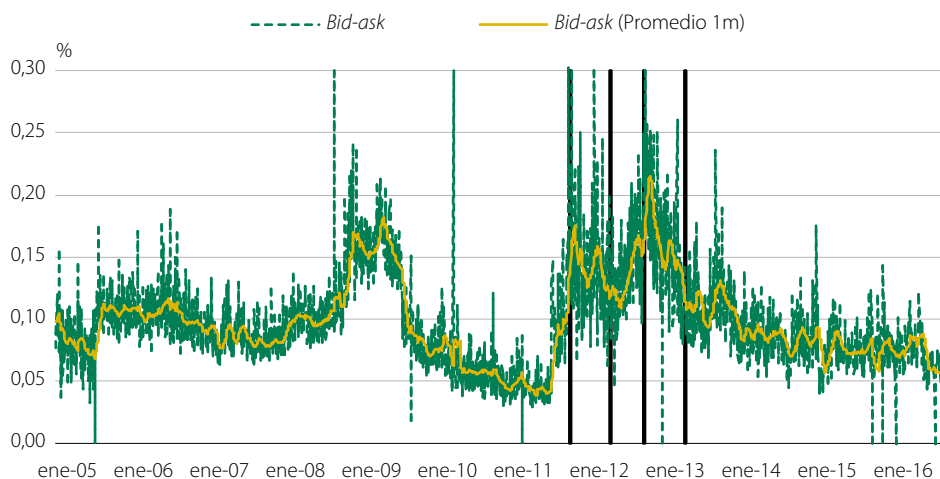
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de junio. En rojo se muestra la volatilidad condicionada y en gris, la volatilidad incondicionada. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013.

Las condiciones de liquidez del Ibex 35, medidas por el diferencial de compra-venta (*bid-ask spread*), se mantuvieron relativamente estables, observándose un leve repunte de este indicador —esto es, una ampliación del diferencial— al final del segundo trimestre coincidiendo con la publicación de sondeos que revelaban una mayoría de encuestados a favor del *Brexit*. El diferencial *bid-ask* aumentó desde el 0,064 % de finales del primer trimestre hasta el 0,077 % de mediados de junio, aunque se mantuvo por debajo de la media histórica del indicador (0,10 %).

*Las condiciones de liquidez del Ibex 35 se mantuvieron en niveles satisfactorios.*

## Liquidez del Ibex 35. *Bid-ask spread*

GRÁFICO 15



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de junio. Se presenta información sobre el *bid-ask spread* del Ibex 35 y el promedio del último mes. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013.

Los volúmenes de contratación de renta variable española disminuyeron tanto en el trimestre como en términos interanuales, acusando la incertidumbre política en el ámbito nacional y europeo.

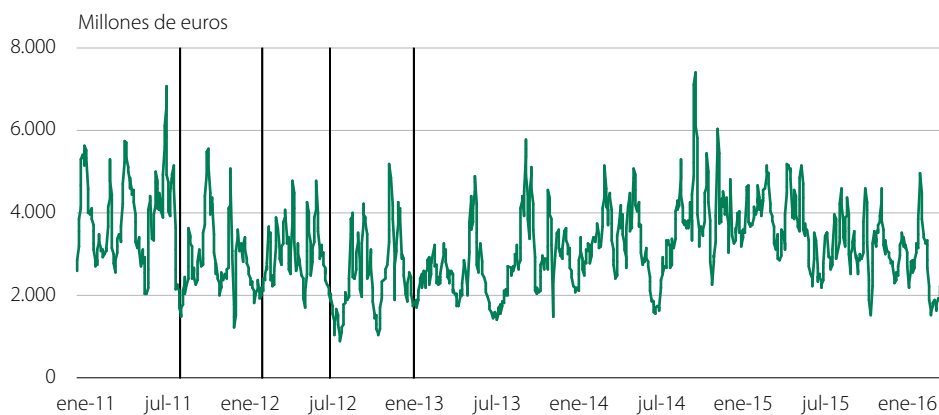
La contratación de acciones españolas en otros mercados regulados y SMN europeos siguió incrementando su relevancia, aproximándose al 25 % del total contratado.

El volumen de contratación de renta variable española acusó la incertidumbre política por la convocatoria de nuevas elecciones y las dudas acerca de los resultados del referéndum del *Brexit*, disminuyendo un 25 % en el segundo trimestre respecto al anterior y un 23 % en términos interanuales. Las cifras de contratación acumuladas en lo que va de año han superado los 444.400 millones de euros, observándose un retroceso del 21 % con relación al mismo periodo de 2015<sup>8</sup>. El descenso de la contratación fue más intenso que en otras bolsas de referencia europeas. En términos diarios, la contratación en el mercado continuo se situó de media en 2.738 millones de euros en el trimestre, por debajo de los 3.279 y 3.128 millones de los dos trimestres anteriores, así como de la media del año 2015 (3.666 millones), según se aprecia en el gráfico 16.

Como se ha indicado, la contratación de acciones españolas en otros mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación (SMN) europeos siguió incrementando su relevancia en la negociación total de estos valores. En lo que va de año, la contratación en los mercados exteriores alcanzó los 108.000 millones de euros, apenas 3.000 millones menos que en el mismo periodo en 2015. Sin embargo, supuso casi la cuarta parte de la contratación total de estos valores (20 % y 24 % en el último trimestre de 2015 y el primer trimestre de 2016, respectivamente, y 20 % en el conjunto del año 2015). De nuevo, volvió a destacar la plataforma Chi-X, con más de 54.000 millones de euros y la mitad de la negociación en el exterior, si bien su peso relativo ha disminuido en beneficio del resto de plataformas competidoras.

### Contratación diaria del mercado bursátil español<sup>1</sup>

GRÁFICO 16



Fuente: CNMV. Datos hasta el 14 de junio. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013.

1 Media móvil de cinco sesiones hábiles.

8 Descontando la contratación en el MAB, Latibex y ETF.

**Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas<sup>1</sup>**

CUADRO 7

Importes en millones de euros	2012	2013	2014	2015	IV-15	I-16	II-16 <sup>2</sup>
<b>Total</b>	<b>709.902,0</b>	<b>764.986,6</b>	<b>1.002.189,0</b>	<b>1.161.482,8</b>	<b>266.113,7</b>	<b>253.912,3</b>	<b>190.492,7</b>
<b>Admitida en SIBE</b>	<b>709.851,7</b>	<b>764.933,4</b>	<b>1.002.095,9</b>	<b>1.161.222,9</b>	<b>266.089,8</b>	<b>253.910,6</b>	<b>190.489,1</b>
BME	687.456,1	687.527,6	849.934,6	925.978,7	212.179,0	192.651,7	143.822,4
Chi-X	16.601,3	53.396,7	95.973,0	150.139,9	33.791,6	33.384,3	21.274,8
Turquoise	3.519,6	11.707,9	28.497,5	35.680,5	7.458,6	12.606,1	9.342,3
BATS	2.261,9	10.632,1	18.671,0	35.857,6	10.513,1	11.629,0	9.970,0
Otros <sup>2</sup>	12,8	1.669,2	9.019,8	13.566,2	2.147,6	3.639,6	6.079,6
<b>Corros</b>	<b>49,9</b>	<b>51,4</b>	<b>92,4</b>	<b>246,1</b>	<b>23,7</b>	<b>1,6</b>	<b>3,2</b>
Madrid	3,0	7,3	32,7	19,4	11,0	1,4	1,0
Bilbao	8,5	0,1	14,3	7,5	4,7	0,0	0,0
Barcelona	37,7	44,1	45,2	219,1	8,0	0,2	2,2
Valencia	0,7	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Segundo mercado</b>	<b>0,4</b>	<b>1,7</b>	<b>0,7</b>	<b>13,8</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>
<b>Pro memoria</b>							
Contratación en BME de RV extranjera <sup>3</sup>	4.102,0	5.640,0	14.508,9	12.417,7	985,7	1.295,8	1.295,2
MAB	4.329,6	5.896,3	7.723,2	6.441,7	1.720,3	1.134,0	847,3
Latibex	313,2	367,3	373,1	258,7	46,4	53,4	17,0
ETF	2.736,0	4.283,9	9.849,4	12.633,8	2.632,2	2.273,4	976,4
Total contratación BME	698.987,5	703.768,7	882.482,3	957.990,5	217.587,5	197.409,8	146.961,9
% RV española en BME respecto al total RV española	96,8	89,9	84,8	80,1	80,1	76,2	75,7

Fuente: Bloomberg y CNMV.

1 La renta variable española admitida en bolsas españolas es aquella con ISIN español que está admitida a negociación en el mercado regulado de Bolsas y Mercados Españoles, por lo que no incluye el Mercado Alternativo Bursátil. La renta variable extranjera es aquella admitida a negociación en el mercado regulado de Bolsas y Mercados Españoles cuyo ISIN no es español.

2 Datos hasta el 14 de junio.

3 Se calcula como la diferencia entre el efectivo negociado del EU Composite calculado por Bloomberg para cada acción y el efectivo negociado para los mercados y MTF incluidos en la tabla, por lo que incluye la negociación en otros mercados regulados, MTF y sistemas OTC.

Las emisiones de renta variable efectuadas en los mercados nacionales aumentaron un 35 % en el segundo trimestre del año, hasta los 6.601 millones de euros, situándose el volumen total emitido en el primer semestre en 11.493 millones. El crecimiento trimestral tuvo su origen en el avance de las ampliaciones de capital, entre las que destacó la macroampliación realizada por una compañía siderúrgica que cotiza en varios mercados europeos (además del mercado continuo), así como a las ofertas públicas de venta de acciones (OPV) de tres compañías que se incorporaron al mercado. El volumen de emisiones fue el más elevado desde el segundo trimestre de 2015, aunque en comparación con este fue un 44 % inferior<sup>9</sup>. En cuanto a su composición, destacó la importancia relativa de las ampliaciones de capital realizadas tanto con derecho de suscripción preferente como sin él, que se situó en el 65 %

*El volumen de emisión de acciones creció un 35 % en el segundo trimestre de 2015 gracias al mayor tamaño de las ampliaciones de capital y a las OPV de tres compañías, pero retrocede en términos anuales.*

9 Durante el segundo trimestre de 2015 se produjeron dos OPV por un importe muy elevado (una compañía del sector de las telecomunicaciones y otra del sector de los ferrocarriles), además de varias ampliaciones de capital.

en el segundo trimestre (18 % en el primero y 58 % en 2015). Las llevadas a cabo bajo la modalidad de dividendo elección aumentaron en el trimestre ligeramente en cuantía, hasta los 1.099 millones de euros, pero su peso relativo se redujo hasta el 18 % del total. Por otro lado, destacó la disminución de las ampliaciones de capital por conversión de deuda, que apenas alcanzaron los 225 millones de euros.

## Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 8

	2013	2014	2015	III-15	IV-15	I-16	II-16
<b>NÚMERO DE EMISORES<sup>1</sup></b>							
<b>Total</b>	<b>39</b>	<b>49</b>	<b>52</b>	<b>24</b>	<b>19</b>	<b>17</b>	<b>17</b>
Ampliaciones de capital	39	47	47	23	19	17	17
Ofertas públicas de suscripción de valores	5	6	0	0	0	0	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	4	6	1	0	0	2
<b>NÚMERO DE EMISIONES<sup>1</sup></b>							
<b>Total</b>	<b>145</b>	<b>147</b>	<b>115</b>	<b>27</b>	<b>24</b>	<b>21</b>	<b>21</b>
Ampliaciones de capital	145	140	103	25	24	21	19
Ofertas públicas de suscripción de valores	5	8	0	0	0	0	4
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	7	12	2	0	0	2
<b>IMPORTE EFECTIVO<sup>1</sup> (millones de euros)</b>							
<b>Total</b>	<b>39.126,2</b>	<b>32.762,4</b>	<b>37.067,4</b>	<b>4.458,9</b>	<b>5.160,0</b>	<b>4.891,5</b>	<b>6.601,4</b>
Ampliaciones de capital	39.126,2	27.875,5	28.735,8	3.618,6	5.160,0	4.891,5	6.094,8
Ofertas públicas de suscripción de valores	1.742,8	2.951,5	0,0	0,0	0,0	0,0	807,6
Ampliaciones de capital liberadas	9.932,8	12.650,8	9.627,8	1.387,9	2.749,1	966,6	1.099,2
De las cuales dividendo-elección <sup>2</sup>	9.869,4	12.573,8	9.627,8	1.387,9	2.749,1	966,6	1.099,2
Ampliaciones de capital por conversión <sup>3</sup>	7.478,8	3.757,9	2.162,5	465,6	1.015,7	3.008,6	224,6
Ampliación de capital de contrapartida no monetaria <sup>4</sup>	231,6	2.814,5	367,0	123,2	0,1	50,8	0,0
Con derecho de suscripción preferente	11.463,1	2.790,8	7.932,6	1.196,1	1.047,1	799,9	3.028,5
Sin negociación de derechos de suscripción	8.277,1	2.909,9	8.645,9	445,9	348,0	65,5	935,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,0	4.886,9	8.331,6	840,3	0,0	0,0	506,6
<b>Pro memoria: operaciones en el MAB<sup>5</sup></b>							
Número de emisores	7	9	16	3	7	2	3
Número de emisiones	14	15	18	3	7	2	3
Importe efectivo (millones de euros)	45,7	130,1	177,8	28,5	133,8	7,2	4,1
Ampliaciones de capital	45,7	130,1	177,8	28,5	133,8	7,2	4,1
De ellas, mediante OPS	1,8	5,0	21,6	3,8	12,9	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: BME y elaboración propia. Datos hasta el 15 de junio.

- 1 Operaciones registradas en la CNMV. No incluye datos del MAB, ETF ni Latibex.
- 2 En estas ampliaciones, también denominadas *scrip dividends*, el emisor otorga a sus accionistas derechos que permiten el cobro de un dividendo monetario o su conversión en acciones en una ampliación liberada.
- 3 Incluye ampliaciones de capital para atender a la conversión de bonos u obligaciones en acciones, por conversión de opciones de empleados y para la ejecución de *warrants*.
- 4 Las ampliaciones de capital de contrapartida no monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.
- 5 Operaciones no registradas en la CNMV.



### 3.2 Los mercados de renta fija

Los mercados de renta fija nacionales, al igual que los de los grandes países europeos, comenzaron el año con incrementos de precios y descensos de rentabilidades, conforme los inversores tomaban posiciones en activos de renta fija en busca de refugio ante la inestabilidad de los mercados de renta variable. Este proceso se intensificó a comienzos del mes de marzo, cuando el BCE anunció la puesta en marcha de un programa de compras de deuda corporativa, que comenzó a materializarse a partir de la segunda semana del mes de junio. Este anuncio provocó que el rendimiento de la deuda, tanto pública como privada, disminuyese en todos los plazos de la curva hasta la zona de mínimos anuales y que los descensos de rentabilidad se extendiesen también a la deuda *high yield*. Aun así, conforme avanzaba el segundo trimestre del año el rendimiento de la deuda se recuperaba parcialmente, ante las dudas surgidas por la incertidumbre política y la convocatoria de nuevas elecciones, así como por el resultado del referéndum en el Reino Unido sobre su permanencia en la Unión Europea (*Brexit*).

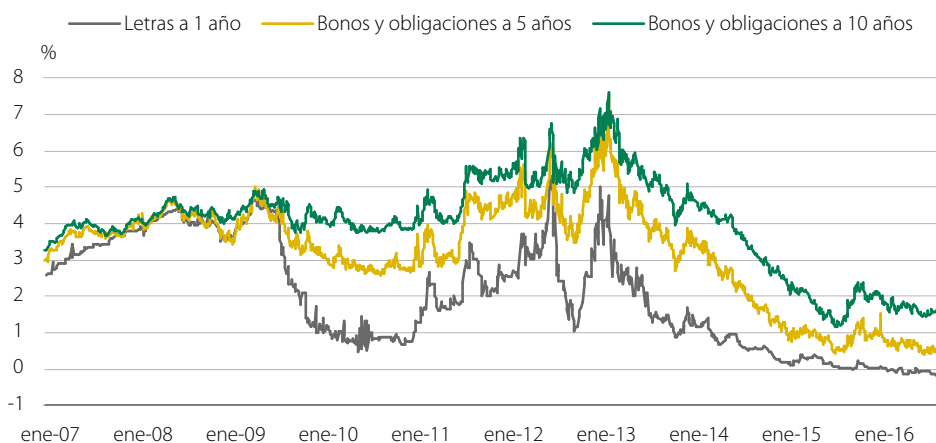
*Los mercados de renta fija presentaron descensos de rentabilidades tanto en la deuda pública como la privada favorecidos por los programas de compras del BCE...*

Las primas de riesgo también se vieron favorecidas por los efectos de la política monetaria, aunque recientemente han acusado las incertidumbres políticas tanto a nivel interno como europeo. En el caso del bono de deuda soberana, la prima de riesgo acumula un aumento de 42 p.b. en el año. Además, el anuncio del BCE relacionado con las compras de deuda corporativa, que redujo sensiblemente los costes de financiación de las empresas, impulsó en el segundo trimestre la emisión de deuda a largo plazo, realizada mayoritariamente en el exterior. También las emisiones registradas en la CNMV en el primer semestre avanzaron un 6 %, hasta los 62.380 millones de euros.

*... que tendieron a estabilizar las primas de riesgo y a impulsar las emisiones de deuda corporativa a largo plazo.*

#### Tipos de interés de la deuda pública española

GRÁFICO 17



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

En este contexto, los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública volvieron a descender durante el segundo trimestre, gracias al efecto balsámico de los programas de compras de deuda del BCE<sup>10</sup> y alcanzaron nuevos mínimos históricos tanto

*Se observaron nuevos descensos en las rentabilidades de los instrumentos de deuda a corto plazo pública y privada, que alcanzaron nuevos mínimos históricos.*

10 A finales de mayo de 2016 el BCE había adquirido deuda pública por un importe de 806.194 millones de euros, de los que 94.097 millones correspondían a títulos españoles.

en el mercado primario como en el secundario. La incertidumbre política interna parece que no está teniendo, de momento, apenas efecto sobre los precios de la deuda pública y privada. A mediados de junio, el rendimiento de las letras a tres, seis y doce meses se situaba en el -0,28 %, -0,24 % y -0,18 %, respectivamente, con descensos de entre 2 y 13 p.b., que sitúan su rendimiento próximo a la rentabilidad mínima del -0,4 % establecida por el BCE en sus programas de compras de deuda (el tipo de la facilidad marginal de depósito). Además, las últimas subastas del Tesoro se han resuelto a tipos negativos, quedando su rendimiento en mínimos históricos para todos los plazos. En el caso de la deuda corporativa a corto plazo, también se observó una tendencia parecida, que dejó sus rendimientos en mínimos históricos, aunque sus descensos fueron más intensos (entre 1 y 28 p.b.) y se concentraron en los plazos de seis y doce meses. Los tipos de interés de los pagarés de empresa a tres, seis y doce meses en el momento de su emisión disminuyeron hasta el 0,27 %, 0,37 % y 0,35 %, respectivamente (véase cuadro 9).

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

CUADRO 9

%	dic-13	dic-14	dic-15	dic-15	mar-16	jun-16 <sup>2</sup>
<b>Letras del Tesoro</b>						
3 meses	0,54	0,12	-0,15	-0,15	-0,26	-0,28
6 meses	0,70	0,25	-0,01	-0,01	-0,11	-0,24
12 meses	0,91	0,34	-0,02	-0,02	-0,06	-0,18
<b>Pagarés de empresa<sup>3</sup></b>						
3 meses	1,09	0,55	0,31	0,31	0,28	0,27
6 meses	1,36	0,91	0,42	0,42	0,65	0,37
12 meses	1,59	0,91	0,53	0,53	0,48	0,35

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos a 15 de junio.

3 Tipos de interés de emisión. Los datos de pagarés a 6 meses corresponden al mes de mayo, debido a la escasez de referencias relevantes para su cálculo en junio.

*El rendimiento de la deuda a largo plazo también disminuye, hasta situarse en sus mínimos anuales.*

Las rentabilidades a medio y largo plazo de la deuda pública también disminuyeron en el segundo trimestre, con descensos entre dos y siete p.b., hasta situarse en torno a sus mínimos anuales. En todos los casos, se situaron por debajo de los tipos de finales de 2015, de manera que la referencia a diez años, la más líquida, acumula descensos de 23 p.b. desde el inicio de 2016. A mediados de junio, el rendimiento de la deuda pública a tres, cinco y diez años se situaba en el 0,07 %, 0,48 % y 1,49 %, respectivamente (véase cuadro 10). En el caso de la deuda corporativa, también se observó un descenso de los rendimientos respecto al primer trimestre, gracias al anuncio del BCE de la puesta en marcha a partir de junio de un programa de compra de deuda de este tipo. La caída de rentabilidades fue más significativa en el plazo de cinco años, donde alcanzó los 32 p.b. En la fecha de cierre del informe (15 de junio), sus rentabilidades eran del 0,61 %, 1,33 % y 1,91 % en los plazos de tres, cinco y diez años, respectivamente.

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

CUADRO 10

%	dic-13	dic-14	dic-15	dic-15	mar-16	jun-16 <sup>2</sup>
<b>Renta fija pública</b>						
3 años	2,00	0,65	0,24	0,24	0,13	0,07
5 años	2,68	0,96	0,72	0,72	0,55	0,48
10 años	4,15	1,77	1,72	1,72	1,51	1,49
<b>Renta fija privada</b>						
3 años	2,63	0,84	0,66	0,66	0,63	0,61
5 años	2,84	1,88	1,95	1,95	1,65	1,33
10 años	4,46	2,32	2,40	2,40	2,11	1,91

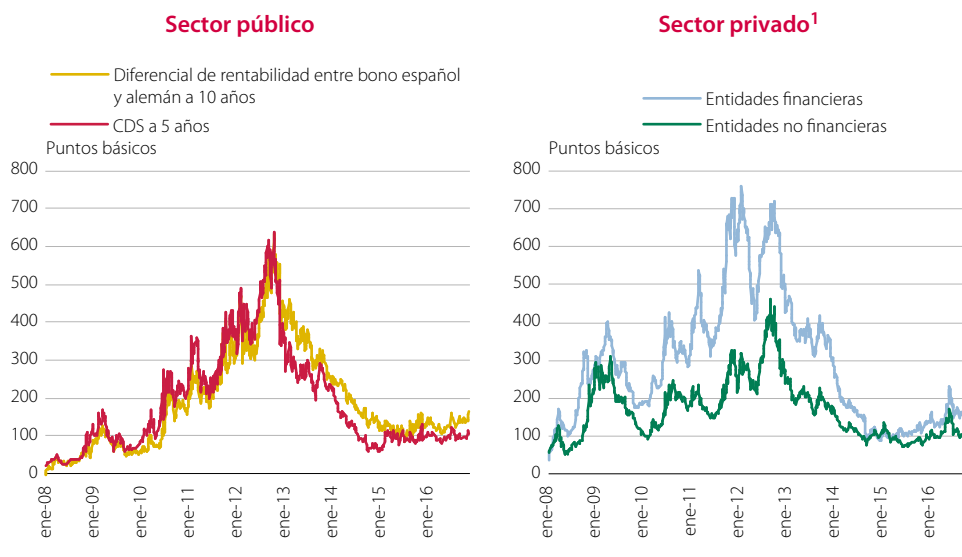
Fuente: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos a 15 de junio.

Las primas de riesgo de los diferentes sectores privados de la economía siguieron una tendencia opuesta a la de la deuda pública durante el segundo trimestre, puesto que esta última, a pesar de contar con el apoyo de los programas de compras del BCE, acusó en cierta medida la inestabilidad política de la convocatoria de nuevas elecciones y la incertidumbre relacionada con el *Brexit*, mientras que en las primeras sí se apreció claramente el efecto positivo del programa de compras de deuda corporativa anunciado por el BCE. En el caso del sector público, la prima de riesgo del bono soberano español a diez años sobre el alemán al mismo plazo estuvo sujeta a cierta volatilidad, situándose la mayor parte del trimestre en un rango que osciló entre los 130 y los 150 p.b. A mediados de junio, esta prima se encontraba en 157 p.b., por encima de los 128 p.b. del final del primer trimestre y de los 115 p.b. de finales de 2015, en un escenario de riesgos políticos al alza. Por otro lado, la prima de riesgo del CDS del bono soberano español se mostró menos volátil y sus cambios fueron más moderados, situándose al final del periodo en 106 p.b., ligeramente por encima de los 94 y 89 p.b. en los que empezó el trimestre y el año, respectivamente (véase panel izquierdo del gráfico 18).

*Las primas de riesgo aumentaron acusando la inestabilidad política y el posible Brexit. La prima de riesgo del bono soberano subió hasta los 157 p.b., por encima de los 115 p.b. de principios de año...*



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de junio.

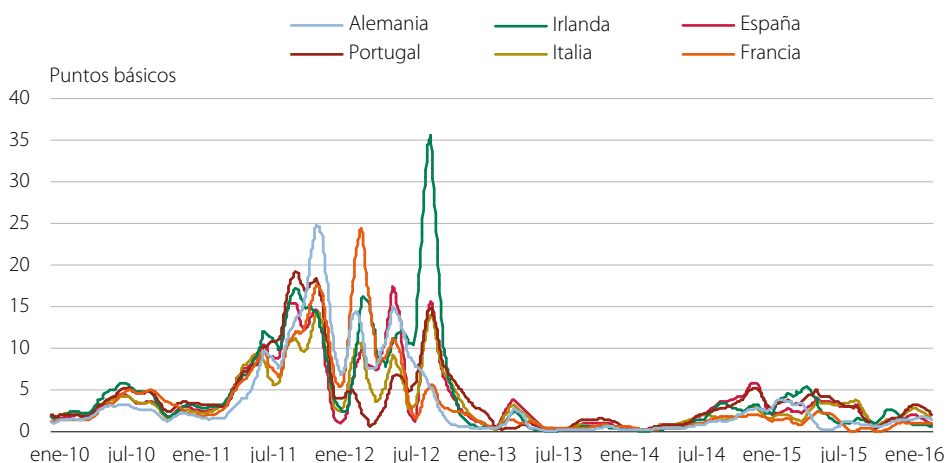
1 Media simple de CDS a cinco años de una muestra de entidades.

*... mientras que en las primas de riesgo de crédito del sector privado, se observó un ligero aumento de las de los emisores financieros y un comportamiento más estable de las de las empresas no financieras.*

En cuanto a las primas de riesgo de crédito de los emisores del sector privado, se observó un ligero incremento en las de los emisores financieros, mientras que las de las empresas no financieras tuvieron un comportamiento más estable durante el periodo. La prima de riesgo de los emisores financieros ha estado sujeta a una importante volatilidad desde el inicio del año, con aumentos transitorios que la han llevado a superar los 200 p.b., como consecuencia de las dudas acerca de la fortaleza de la economía europea, la fuerte reducción de márgenes en un escenario de tipos de interés cercanos a cero e incluso negativos y la exposición de algunas de las entidades a las economías emergentes, principalmente las latinoamericanas, que han mostrado señales de ralentización. Como se observa en el panel derecho del gráfico 18, la media de los CDS de las entidades financieras españolas se situaba a mediados de junio en 174 p.b., por encima de los 167 y 144 p.b. del trimestre anterior y de finales de 2015, respectivamente. En el caso de las entidades no financieras, la media de las primas de riesgo ascendía a 109 p.b. a mediados de junio, por debajo de los 114 y 112 p.b. del trimestre anterior y del cierre de 2015, respectivamente.

## Indicadores de contagio de riesgo de crédito soberano en la zona del euro: shocks desde Grecia<sup>1</sup>

GRÁFICO 19



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de junio.

<sup>1</sup> Para un mayor detalle sobre los aspectos metodológicos relativos a la elaboración de estos indicadores, véase recuadro 1.2 del *Informe Anual de la CNMV* correspondiente al año 2010, y también el primer capítulo del *Boletín de la CNMV* correspondiente al primer trimestre de 2011.

Los indicadores de contagio de riesgo de crédito soberano desde Grecia hacia otros países de la zona del euro presentaron una tendencia a la baja, observándose leves repuntes transitorios en algunas sesiones del segundo trimestre, influenciados por las incertidumbres derivadas de las negociaciones entre la Unión Europea, el FMI y el Gobierno griego para hacer efectivo el siguiente tramo del rescate. No obstante, como se observa en el gráfico 19, los niveles de contagio actuales son residuales y los efectos de la crisis de la deuda soberana en Europa asociados a Grecia parecen superados.

Las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV durante el segundo trimestre del año (hasta el 15 de junio) alcanzaron 21.659 millones de euros, apenas la mitad que en cada uno de los dos trimestres precedentes. El volumen de emisiones es el más bajo desde el tercer trimestre del año 2014, en un contexto de mejora de la financiación en cuanto a volúmenes y precios a través del canal de financiación bancaria tradicional. Este retroceso afectó a la mayoría de los tipos de activos, destacando la caída del volumen de las emisiones de bonos de titulización, que han disminuido en casi 14.000 millones de euros y apenas representan una quinta parte de lo emitido en el trimestre anterior, así como, en menor medida, de las cédulas hipotecarias y los bonos y obligaciones convertibles (39 % y 58 % menos, respectivamente, que en el trimestre previo). Las emisiones acumuladas desde enero alcanzan los 62.380 millones de euros, casi 4.000 millones más que en el mismo periodo del ejercicio anterior, gracias al elevado volumen de emisiones del primer trimestre, cuando destacaron las emisiones de bonos de titulización y, en menor medida, de cédulas hipotecarias.

*El impacto de la incertidumbre originada en Grecia sobre el resto de las economías europeas prácticamente ha desaparecido de acuerdo con los indicadores de contagio de riesgo de crédito soberano.*

*El volumen de emisiones registrado en el segundo trimestre es el más bajo desde finales de 2014, aunque las emisiones acumuladas en el año alcanzan los 62.380 millones de euros, casi 4.000 millones más que en 2015.*

## Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 11

	2012	2013	2014	2015	2015	2016	
					IV	I	II <sup>2</sup>
<b>Registradas<sup>1</sup> en la CNMV</b>							
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>357.830</b>	<b>138.839</b>	<b>130.258</b>	<b>136.607</b>	<b>46.949</b>	<b>40.722</b>	<b>21.659</b>
Cédulas hipotecarias	102.170	24.800	23.838	31.375	7.000	9.943	6.050
Cédulas territoriales	8.974	8.115	1.853	10.400	400	0	2.750
Bonos y obligaciones no convertibles	86.442	32.537	41.155	39.100	18.944	8.344	3.506
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3.563	803	750	53	53	0	0
Bonos de titulización	23.800	28.593	29.008	28.370	11.646	17.038	3.356
Tramo nacional	20.627	24.980	26.972	25.147	10.691	15.234	3.356
Tramo internacional	3.173	3.613	2.036	3.222	956	1.805	0
Pagarés de empresa <sup>3</sup>	132.882	43.991	33.654	27.310	8.906	5.396	5.998
De titulización	1.821	1.410	620	2.420	600	560	280
Resto de pagarés	131.061	42.581	33.034	24.890	8.306	4.836	5.718
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	0	0	0	0	0	0
<b>Pro memoria:</b>							
Emisiones subordinadas	7.633	4.776	7.999	5.452	2.241	1.980	0
Emisiones aseguradas	0	193	196	0	0	421	0
					<b>2015</b>	<b>2016</b>	
<b>En el exterior por emisores españoles</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>IV</b>	<b>I</b>	<b>II<sup>4</sup></b>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>91.882</b>	<b>47.852</b>	<b>56.736</b>	<b>65.602</b>	<b>17.697</b>	<b>12.273</b>	<b>10.984</b>
A largo plazo	50.312	34.452	35.281	32.362	9.082	4.177	8.402
Participaciones preferentes	0	1.653	5.602	2.250	0	600	1.000
Obligaciones subordinadas	307	750	3.000	2.918	1.418	0	1.500
Bonos y obligaciones	50.005	32.049	26.679	27.194	7.664	3.577	5.902
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	41.570	13.400	21.455	33.240	8.615	8.096	2.583
Pagarés de empresa	41.570	13.400	21.455	33.240	8.615	8.096	2.583
De titulización de activos	11.590	0	0	0	0	0	0
<b>Pro memoria: Emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo</b>							
					<b>2015</b>	<b>2016</b>	
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>IV</b>	<b>I</b>	<b>II<sup>4</sup></b>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>49.392</b>	<b>48.271</b>	<b>41.682</b>	<b>55.835</b>	<b>12.368</b>	<b>12.038</b>	<b>5.726</b>
Instituciones financieras	18.418	8.071	9.990	15.424	2.668	2.964	224
Sociedades no financieras	30.974	40.200	31.691	40.411	9.700	9.074	5.503

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

2 Datos disponibles hasta el 15 de junio.

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

4 Datos disponibles hasta el 30 de abril.

Por tipo de instrumento, y a pesar de los menores volúmenes emitidos, se produjo un leve incremento del peso relativo de las cédulas hipotecarias, que pasaron a representar el 26 % del importe total emitido en el año frente al 23 % del conjunto del año anterior. Las emisiones de este tipo de activo se siguen viendo favorecidas por el efecto positivo del programa de compras de *covered bonds* del BCE (el denominado CBPP3, que acumulaba compras hasta el 3 de junio por un importe superior a 178.000 millones de euros, de las cuales el 29 % se habían realizado en el mercado primario) tanto en demanda como en costes de emisión. Por otro lado, destacó el incremento de las emisiones de pagarés de empresa, que crecieron hasta representar el 28 % del total emitido, frente al 13 % del trimestre previo, favorecido por el descenso de las emisiones de este tipo de activos en el exterior.

*Las cédulas hipotecarias se siguen beneficiando del efecto positivo del programa de compras del BCE, por lo que sus volúmenes de emisión siguen siendo elevados respecto al total emitido.*

Las emisiones de renta fija en el exterior volvieron a descender moderadamente, por segundo trimestre consecutivo, pues el incremento de las emisiones a largo plazo (que se duplicaron) no fue suficiente para compensar el descenso de las de pagarés a corto plazo. Aun así, la reducida actividad emisora interior hizo que las emisiones en el exterior pasasen a representar el 34 % del total emitido por los emisores españoles en el segundo trimestre (frente al 23 % del trimestre previo y el 32 % de 2015). Su importe acumulado hasta abril alcanzaba 23.257 millones de euros, frente a los casi 27.800 millones del mismo periodo de 2015. En cuanto a su composición, los bajos tipos de interés han favorecido el aumento de las emisiones a largo plazo en perjuicio de los pagarés de empresa, que cayeron hasta el 24 % del total emitido, frente al 66 % del trimestre anterior y el 81 % de 2015. Además, se observó un descenso moderado de las emisiones de filiales de empresas españolas en el resto del mundo, que hasta abril alcanzaban 17.764 millones de euros, frente a los 20.231 millones del mismo periodo del pasado ejercicio.

*Las emisiones de renta fija efectuadas en el exterior siguen descendiendo, pero crecen en términos relativos. En cuanto a su composición, aumentó el peso de la deuda a largo plazo en perjuicio de los pagarés a corto plazo.*

## El programa de compras de deuda corporativa del BCE

RECUADRO 2

El Banco Central Europeo ha puesto en marcha varios programas de compras de activos en los mercados financieros (*expanded asset purchase programmes*, APP) con el objeto de instrumentar su política monetaria expansiva, que incluye un paquete de medidas no convencionales.

Así, en el año 2014, el Consejo de Gobierno del BCE puso en marcha dos programas de compras de deuda privada: el de compras de bonos garantizados (*third covered bond purchase programme*, CBPP3<sup>1</sup>) y el de bonos de titulización (*asset-backed securities purchase programme*, ABSPP). Posteriormente, a partir de marzo de 2015, la institución incluyó en su programa de compra de activos la adquisición de bonos emitidos por los Gobiernos de la zona del euro y agencias e instituciones europeas (*public sector purchase programme*, PSPP<sup>2</sup>).

Hasta el 31 de mayo de este año, las compras del programa APP habían alcanzado un importe de 1,003 billones de euros, correspondiendo el 80 % al PSPP, el 18 % al CBPP3 y el 2 % restante al ABSPP (véase cuadro R2.1). De los 806.194 millones de euros de compras de activos públicos en el marco del PSPP, 94.097 correspondieron a compras de activos españoles con un vencimiento medio de 9,66 años.

**Programa de compras de activos del BCE (31 de mayo de 2016)**

CUADRO R2.1

Miles de millones de euros	ABSPP	CBPP3	PSPP	
	Total Europa	Total Europa	España	Total
Inicio del programa	nov-14	oct-14	mar-15	
Volumen adquirido mercado secundario	13,2	125,7	96,1	806,2
Volumen adquirido mercado primario	5,8	52,0	–	–
Vencimiento medio ponderado (WAM)	–	–	9,66	8,13

Fuente: BCE. Volúmenes en miles de millones y vencimiento en años.

A pesar de la importancia de la batería de medidas de política monetaria desplegadas, tanto la inflación como el crecimiento en la zona del euro han continuado debilitándose, lo que ha obligado al BCE a revisar a la baja sus previsiones sobre ambas variables. En este marco, el Consejo de Gobierno del BCE del 10 de marzo de 2016 anunció la adopción de medidas complementarias en materia de política monetaria, que incluían rebajas adicionales de los tipos de interés (el tipo oficial se situó en el 0 %, mientras que los de las facilidades de depósito y crédito disminuyeron hasta el -0,4 % y 0,25 %, respectivamente) y el anuncio de nuevas facilidades de financiación a largo plazo (las denominadas *targeted long-term refinancing operations*, TLTRO), además de una ampliación de su programa de compras de activos, en el que se incluía un nuevo programa de compras de deuda corporativa (*corporate sector purchase programme*, CSPP). La institución acordó aumentar las compras mensuales de activos, que se extenderán hasta marzo de 2017, de 60.000 millones de euros a 80.000 millones.

Los bonos corporativos incluidos en el programa CSPP deberán estar emitidos en euros, contar con una calificación crediticia de grado inversión (BBB- o superior), haber sido o ser emitidos por empresas radicadas en la UEM no pertenecientes a grupos bancarios (aunque se admite la compra de deuda emitida por aseguradoras) y tener un vencimiento mínimo de seis meses y máximo de treinta años. Además, el BCE podrá adquirir hasta el 70 % del volumen total de los títulos emitidos por un emisor o de cada una de sus diferentes emisiones individualmente.

El objetivo del programa CSPP es rebajar el coste de financiación de las empresas —circunstancia que se ha producido en gran medida desde el anuncio del mismo— e incentivarlas a captar recursos e incrementar sus inversiones con el objeto de estimular el crecimiento económico. De forma indirecta, el BCE busca que las entidades de crédito reorienten la concesión de financiación hacia aquellas empresas con menos posibilidades de acceder al mercado.

Según estimaciones de Bloomberg y Standard & Poor's, la deuda en circulación que cumple los requisitos exigidos por el BCE supera los 500.000 millones de euros, de los que en torno a 80.000 millones corresponderían a deuda de empresas españolas. La condición de que la deuda tenga la calificación de grado inversión limita las emisiones de compañías pertenecientes a países con *ratings* soberanos más bajos, puesto que sus calificaciones suelen estar acotadas por los segundos. Las compañías españolas con una calificación de grado inversión y emisiones de bonos denominados en euros eran 14 en el momento de redactar este informe.



Las primeras compras de deuda corporativa tuvieron lugar durante la segunda semana de junio, pero la medida surtió un efecto inmediato desde su anuncio tanto en el mercado primario como en el secundario de deuda corporativa.

La actividad emisora de deuda, que se había reducido de modo destacable en los meses de enero y febrero debido a la elevada incertidumbre reinante, se reactivó significativamente tras el anuncio del programa en marzo. La situación mejoró a partir de entonces y las compañías europeas y españolas aprovecharon las condiciones del mercado más favorables, así como los costes de emisión más reducidos, para emitir deuda a costes más bajos, que en la mayoría de los casos se situaron en mínimos históricos en sus plazos. El cuadro R2.2 recoge las emisiones de empresas españolas a partir de entonces y su coste de emisión (medido como el *spread* sobre el tipo *mid-swap* vigente en ese momento), así como la evolución del *spread* al que cotizaban estas emisiones (a 15 de junio) una vez realizadas las primeras compras en el marco del programa. Como se puede observar, desde el anuncio de las medidas adicionales no solo se han producido descensos de rendimiento en el mercado primario, sino también en el secundario; en particular, el *spread* sobre *mid-swap* ha descendido en todas las emisiones recogidas en el cuadro R2.2 por debajo del existente en el momento de emisión.

**Emisiones de deuda de empresas españolas desde marzo de 2016** CUADRO R2.2

Emisor	Fecha	Importe (mill. €)	Cupón (%)	Spread sobre <i>mid-swap</i> (en p.b.)		Vto.
				Fecha emisión	A 15 de junio	
Telefónica	6/4/2016	1.350	1,460	95	82	4/2026
Telefónica	6/4/2016	1.400	0,750	65	40	4/2022
Red Eléctrica	7/4/2016	300	1,000	53	36	4/2026
Gas Natural	12/4/2016	600	1,250	75	59	4/2026
Iberdrola	14/4/2016	1.000	1,125	63	45	4/2026
Merlin Prop.	14/4/2016	850	2,225	200	137	4/2023
Dia	18/4/2016	300	1,000	110	59	4/2021
Enagás	26/4/2016	750	1,375	62	50	5/2028
Gestamp	4/5/2016	500	3,500	Bund + 366	Bund + 353	5/2023
Mapfre	10/5/2016	1.000	1,625	115	100	5/2026
Abertis	10/5/2016	1.150	1,375	95	67	5/2026

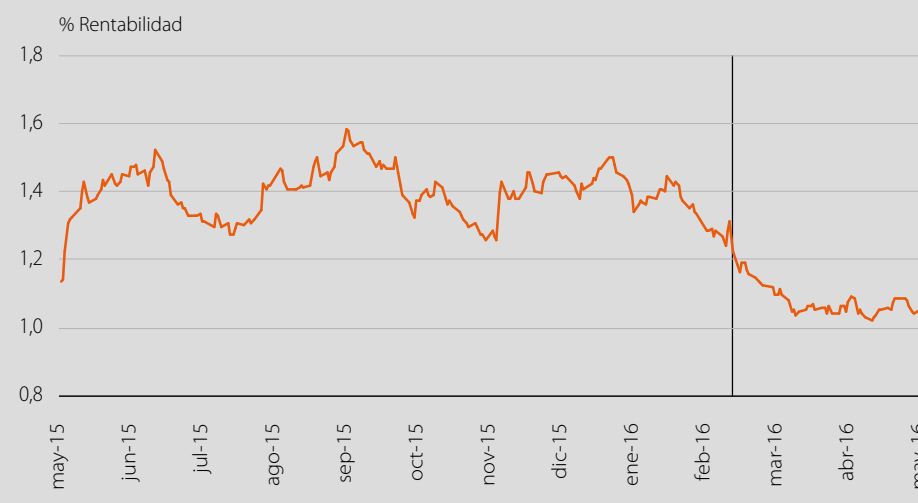
Fuente: Elaboración propia.

Con anterioridad a la fecha del anuncio del programa, las expectativas sobre su puesta en marcha se trasladaron al mercado secundario, donde la rentabilidad de la deuda corporativa de grado inversión ha caído de modo significativo desde el inicio de 2016, hasta situarse en mínimos históricos (véase gráfico R2.1). La deuda de menor calificación crediticia, no afectada directamente por el programa de compras, se ha visto favorecida por el proceso de búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores, que han sustituido parte de sus bonos de grado inversión por activos de mayor riesgo. Esto ha permitido que los emisores de deuda con

peor calificación se hayan visto favorecidos también por un descenso significativo en sus diferenciales de crédito (véase gráfico R2.2).

### Deuda corporativa

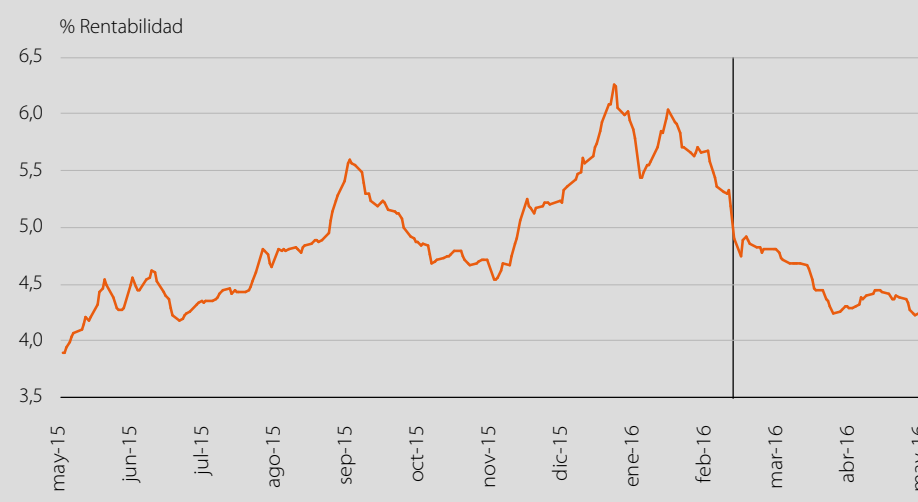
GRÁFICO R2.1



Fuente: Bloomberg (Bank of America Merrill Lynch Euro Corporate Index).

### Deuda high yield

GRÁFICO R2.2



Fuente: Bloomberg (Bank of America Merrill Lynch Euro High Yield Index).

Algunos analistas y gestores de fondos apuntan que el programa del BCE podría tener efectos indirectos en los mercados de renta fija reduciendo la liquidez de esta clase de activos, que ya de por sí suele ser reducida. Este efecto podría paliarse parcialmente disminuyendo las compras del programa en el mercado primario con el fin de preservar la liquidez en el mercado secundario. Asimismo, también se han señalado otros riesgos potenciales, como la formación de burbujas y la asunción de mayores riesgos por parte de los inversores en busca de rentabilidad, además de la posibilidad de que algunas de las compañías beneficiadas por el programa acaben utilizando los recursos financieros obtenidos a un coste tan bajo para realizar inversiones no productivas, tales como efectuar recompras de acciones o adquisiciones de empresas con primas excesivamente elevadas.

Finalmente, si el paquete de medidas adicionales anunciadas por el BCE no alcanza los objetivos esperados de incrementar la inflación y consolidar el crecimiento, la institución podría optar de nuevo por ampliar la cuantía de los estímulos e incrementar el plazo del programa de compra de deuda más allá de marzo de 2017.

1 El CBPP3 es el tercer programa de esta clase de activos. Los dos primeros se pusieron en marcha en 2009 y 2011.

2 Entre 2010 y 2012 estuvo vigente el *securities market programme* (SMP), que incluyó la compra de deuda pública emitida por los Gobiernos de la zona del euro.

## 4 Los agentes de los mercados

### 4.1 Vehículos de inversión

#### IIC de carácter financiero<sup>11</sup>

Durante el primer trimestre del año, el patrimonio de los fondos de inversión (FI) se contrajo un 1,7 %, hasta situarse en 218.339 millones de euros, lo que supone el primer descenso después de tres años de aumentos ininterrumpidos en los que había crecido un 79,1 % (véase cuadro 13). La mayor parte de esta reducción, casi el 90 %, tuvo su origen en la devaluación de la cartera de los fondos, cuya rentabilidad fue del -1,36 % (en 2015 había sido del 0,89 %). Este comportamiento negativo se produjo en todas las categorías de fondos, a excepción de los de renta fija y garantizados de renta fija, que experimentaron rentabilidades ligeramente positivas del 0,16 % y 0,09 % respectivamente (-0,02 % y 0,32 % en 2015). Del resto de categorías, los fondos de renta variable euro fueron los que mostraron una menor rentabilidad, concretamente del -6,99 %, seguidos por los fondos de renta variable internacional (-4,62 %), como consecuencia del mal comportamiento de los mercados bursátiles durante el periodo. Estos fondos fueron, por el contrario, los que más se revalorizaron durante 2015, especialmente en el último trimestre, con un 4,12 % y un 6,3 % respectivamente (3,44 % y 7,84 % a lo largo del año). En el resto de categorías la rentabilidad osciló entre el -2,84 % de los fondos de renta variable mixta y el -0,51 % de los de retorno absoluto.

Por su parte, los reembolsos netos de 492 millones de euros que se produjeron durante los tres primeros meses de 2016 fueron responsables de poco más del 10 % de la contracción del patrimonio (véase cuadro 12). Durante este periodo, los inversores han mostrado, en general, una mayor preferencia por las categorías de fondos con un riesgo menor. Así, las salidas de recursos más cuantiosas se produjeron en la categoría de renta fija mixta, con 1.604,4 millones en términos netos, que había sido la que había experimentado las suscripciones más elevadas en 2014 y 2015 (casi 37.000 millones durante estos dos años). En segundo lugar, se situaron los fondos garantizados de renta fija, cuyos reembolsos netos en el periodo enero-marzo fueron de 1.268,2 millones de euros, en este caso siguiendo la tendencia iniciada a finales de 2012, cuando contaban con un patrimonio de 36.445 millones que se ha reducido hasta los 10.819 millones. Por el lado contrario, experimentaron suscripciones netas

*El patrimonio de los fondos de inversión se contrajo un 1,7 % en el primer trimestre del año por la pérdida de valor de su cartera, interrumpiendo la expansión de los últimos tres años.*

*Los reembolsos netos, que no fueron muy elevados, se concentraron en los fondos de renta fija mixta y garantizados de renta fija, mientras que las suscripciones se produjeron en categorías de menor riesgo relativo.*

11 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.

positivas los fondos de retorno absoluto (77,4 millones de euros), aunque a un ritmo mucho menor que en 2015, y, sobre todo, los fondos de renta fija, con unas suscripciones netas de 2.078,5 millones, y los garantizados de renta variable (1.752,9 millones), que por primera vez en los últimos tres años muestran cifras positivas.

## Suscripciones netas de los FI

CUADRO 12

Millones de euros	2013	2014	2015	2015			2016
				II	III	IV	I
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>24.133,0</b>	<b>35.972,7</b>	<b>23.466,6</b>	<b>7.566,1</b>	<b>2.140,1</b>	<b>353,0</b>	<b>-492,4</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	13.783,1	13.492,7	-5.351,4	-3.926,8	-924,1	-1.577,6	2.078,5
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	2.059,3	15.712,0	21.167,5	9.335,9	1.864,1	966,1	-1.604,4
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	1.881,9	6.567,7	8.153,8	3.548,2	1.188,3	750,5	-712,8
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	1.730,3	2.184,9	468,9	231,9	112,7	221,6	-251,6
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	900,2	531,8	4.060,5	1.269,5	730,9	619,8	-324,4
Gar. rta. fija	-4.469,2	-10.453,6	-6.807,4	-2.929,7	-1.227,3	-823,0	-1.268,2
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	-2.070,2	-909,5	-2.599,8	-1.426,5	-352,0	100,3	1.752,9
Fondos globales	847,4	2.182,3	5.805,3	2.145,2	656,1	651,2	-78,0
De gestión pasiva <sup>7</sup>	9.538,2	4.970,9	-6.264,2	-2.516,0	-695,5	-1.130,6	-152,4
Retorno absoluto <sup>7</sup>	-67,8	1.693,9	4.811,4	1.834,4	752,5	587,1	77,4

Fuente: CNMV. Datos estimados.

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

*El número de fondos ha empezado a estabilizarse, tras los descensos de los últimos años...*

El número de fondos, que había descendido con fuerza desde 2013, parece que está empezando a estabilizarse. Así, a finales de marzo de este año, había un total de 1.799 fondos registrados, tan solo 5 menos que a finales de 2015, mientras que la reducción en 2015 había sido de 147 (42 en el último trimestre). La mayor reducción se produjo, como en el año anterior, en la categoría de fondos garantizados de renta fija (15), seguidos por los de renta fija (10). Por el lado contrario, los mayores aumentos se produjeron en los fondos de gestión pasiva (8), que ya habían avanzado con mucha fuerza en 2014, y en los fondos globales (7).

*... al igual que el número de partícipes.*

Por su parte, el número de partícipes en fondos de inversión permaneció prácticamente constante, con un leve ascenso del 0,2 %, hasta los 7,7 millones. En línea con los movimientos patrimoniales dentro de esta industria, el aumento más destacado se produjo en los fondos garantizados de renta variable, con 45.580 partícipes más, seguidos de los fondos globales y los fondos de renta fija, con un aumento de 26.260 y 18.158 partícipes respectivamente. Los fondos garantizados de renta fija, como ya había sucedido de manera significativa en años anteriores, fueron los que observaron una mayor salida de inversores, con 45.392 partícipes menos, hasta los 378.017 (estos fondos habían llegado a superar el millón de partícipes).

Número	2013	2014	2015	2015			2016
				II	III	IV	I
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>2.045</b>	<b>1.951</b>	<b>1.804</b>	<b>1.862</b>	<b>1.846</b>	<b>1.804</b>	<b>1.799</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	384	359	319	359	350	319	309
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	122	123	132	126	128	132	135
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	128	131	142	132	134	142	147
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	108	103	109	109	108	109	111
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	193	191	200	196	195	200	201
Gar. rta. fija	374	280	186	226	202	186	171
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	308	273	205	225	215	205	204
Fondos globales	162	162	178	172	176	178	185
De gestión pasiva <sup>7</sup>	169	227	213	221	218	213	221
Retorno absoluto <sup>7</sup>	97	102	97	96	97	97	92
<b>Patrimonio (millones de euros)</b>							
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>156.680,1</b>	<b>198.718,8</b>	<b>222.144,6</b>	<b>222.058,0</b>	<b>218.773,8</b>	<b>222.144,6</b>	<b>218.339,2</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	55.058,9	70.330,9	65.583,8	67.600,0	66.979,3	65.583,8	67.765,4
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	8.138,0	24.314,3	44.791,8	42.820,0	43.536,3	44.791,8	42.585,9
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	6.312,4	13.570,4	21.502,9	20.056,7	20.138,7	21.502,9	20.170,2
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	8.632,8	8.401,5	9.092,9	9.377,7	8.535,9	9.092,9	8.160,0
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	8.849,0	12.266,4	17.143,2	16.320,9	15.545,7	17.143,2	16.162,8
Gar. rta. fija	31.481,2	20.417,0	12.375,6	14.702,3	13.437,4	12.375,6	10.818,8
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	12.503,8	12.196,4	9.966,6	9.996,9	9.567,6	9.966,6	11.862,3
Fondos globales	4.528,1	6.886,3	12.683,3	11.587,0	11.743,2	12.683,3	12.300,8
De gestión pasiva <sup>7</sup>	16.515,9	23.837,5	17.731,1	19.608,4	18.636,8	17.731,1	17.403,6
Retorno absoluto <sup>7</sup>	4.659,9	6.498,1	11.228,1	9.988,1	10.595,6	11.228,1	11.073,7
<b>Participes</b>							
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>5.050.719</b>	<b>6.409.806</b>	<b>7.682.947</b>	<b>7.396.161</b>	<b>7.505.825</b>	<b>7.682.947</b>	<b>7.699.646</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	1.508.009	1.941.567	2.203.847	2.113.775	2.135.489	2.203.847	2.222.005
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	240.676	603.099	1.130.190	1.047.453	1.093.235	1.130.190	1.113.180
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	182.223	377.265	612.276	559.016	588.211	612.276	596.136
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	293.193	381.822	422.469	423.996	410.777	422.469	412.495
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	457.606	705.055	1.041.517	955.135	988.191	1.041.517	1.052.810
Gar. rta. fija	1.002.458	669.448	423.409	498.140	453.383	423.409	378.017
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	608.051	557.030	417.843	438.262	419.718	417.843	463.423
Fondos globales	128.741	223.670	381.590	371.784	396.176	381.590	383.066
De gestión pasiva <sup>7</sup>	441.705	686.526	554.698	584.270	574.816	554.698	557.262
Retorno absoluto <sup>7</sup>	188.057	264.324	479.182	404.330	429.512	479.182	505.442
<b>Rentabilidad<sup>8</sup> (%)</b>							
<b>Total fondos inversión</b>	<b>6,50</b>	<b>3,67</b>	<b>0,89</b>	<b>-1,98</b>	<b>-2,36</b>	<b>1,51</b>	<b>-1,36</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	2,28	2,41	0,10	-1,24	-0,02	0,38	0,16
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	4,16	3,67	0,16	-2,14	-1,84	0,97	-1,27
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	10,85	4,70	0,15	-2,53	-4,97	2,43	-2,84
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	28,06	2,09	3,44	-4,81	-9,98	4,12	-6,99
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	20,30	6,61	7,84	-2,75	-8,71	6,30	-4,62
Gar. rta. fija	4,96	2,54	0,27	-0,65	0,32	0,09	0,09
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	6,15	2,64	1,07	-2,76	-1,48	1,18	-0,87
Fondos globales	8,71	4,63	2,45	-1,82	-4,38	2,33	-2,21
De gestión pasiva <sup>7</sup>	8,88	7,74	0,53	-2,68	-1,44	1,23	-1,13
Retorno absoluto <sup>7</sup>	2,46	1,98	0,12	-1,47	-1,31	0,45	-0,51

Fuente: CNMV. \* 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 2013, 2014 y 2015. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

Los datos de abril apuntan a una nueva expansión de la industria tras las turbulencias de los primeros meses.

Tras el aumento de 2015, la proporción de activos de menor liquidez en la cartera de renta fija de los fondos de inversión descendió ligeramente en el primer trimestre.

Los datos preliminares correspondientes al mes de abril de 2016 parecen indicar una leve recuperación de la industria. De esta forma, el patrimonio y el número de partícipes habrían crecido cerca de un 1 % respecto a los datos de marzo, y parece que continúa el aumento de la importancia relativa de los fondos de renta fija y de los garantizados de renta variable.

Las condiciones de liquidez de la cartera de renta fija, que habían ido mejorando de forma considerable durante los últimos años, empeoraron a lo largo de 2015, para experimentar una leve mejoría en el primer trimestre de 2016. Así, en 2015, el volumen de activos de liquidez reducida creció unos 2.000 millones de euros, hasta alcanzar los 4.187 millones, mientras que en marzo de este año la cifra se redujo hasta los 3.790 millones (véase cuadro 14). En términos relativos, esto suponía un 1,7 % del patrimonio total (1,9 % al cierre de 2015), habiéndose situado un año antes en el 1,1 %. Aun así, el porcentaje de activos de liquidez reducida sigue estando lejos de las cifras que se alcanzaron en 2009, cuando llegaron a superar el 8 % del patrimonio total. En cuanto a la composición de estos activos, cabe destacar el aumento de activos de baja liquidez dentro de la cartera de renta fija de entidades financieras con *rating* inferior a AA, que aumentó entre marzo del año pasado y marzo de este año en 380 millones de euros (+41 %), una cifra que había alcanzado los 562 millones entre marzo y diciembre de 2015.

### Evaluación de la liquidez de los activos de los FI

CUADRO 14

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s/total de la cartera		
	sep-15	dic-15	mar-16	sep-15	dic-15	mar-16
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	36	53	71	3,4	4,6	6,0
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	1.314	1.497	1.315	6,0	6,9	6,5
Renta fija no financiera	401	481	383	4,1	4,6	3,6
Titulizaciones	1.194	1.077	1.010	46,8	41,8	48,2
Titulización AAA	50	31	26	90,6	87,1	86,6
Resto de titulizaciones	1.144	1.046	984	45,8	41,2	47,6
<b>Total</b>	<b>4.139</b>	<b>4.187</b>	<b>3.790</b>	<b>17,4</b>	<b>17,3</b>	<b>16,7</b>
<b>% sobre patrimonio FI</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>			

Fuente: CNMV.

### IIC inmobiliarias

Estabilidad en la industria de las IIC inmobiliarias en los primeros meses del año.

Los fondos de inversión inmobiliaria no experimentaron grandes cambios en el primer trimestre en cuanto a número de instituciones y patrimonio. Su rentabilidad mejora progresivamente.

Durante los tres primeros meses de 2016, las principales magnitudes de las IIC inmobiliarias se han mantenido prácticamente constantes, igual que sucedía en los últimos meses de 2015.

Los fondos de inversión, que son los que más han sufrido la situación del sector inmobiliario durante los últimos años, no experimentaron grandes cambios en el primer trimestre, manteniéndose las mismas tres entidades desde finales de 2014. En consecuencia, el patrimonio no experimentó cambios sustanciales y se situó en 390,2 millones de euros, lo que implica un imperceptible descenso, concretamente

del 0,2 % (en 2015 se había reducido un 4 %). El número de partícipes, por su parte, se situó en 3.928, diez más que a finales de 2015. Las rentabilidades de estas instituciones mejoraron de forma sustancial durante los primeros meses del año y, aunque no dejaron el terreno negativo, se situaron en el -0,21 % (en 2015 la rentabilidad fue del -7 %), como consecuencia del leve repunte de los precios del sector inmobiliario.

El número de sociedades de inversión inmobiliaria (SII) ha permanecido constante desde el segundo trimestre de 2015, por lo que a finales de marzo de este año había un total de seis entidades. El patrimonio de estas entidades creció un 3,6 %, hasta los 727,5 millones de euros, mientras que el número de accionistas se mantuvo prácticamente inalterado y se situó en 582 (tan solo uno menos que en diciembre).

*El número de sociedades de inversión y el de accionistas apenas varió. Sin embargo, su patrimonio creció un 3,6 % entre enero y marzo.*

## IIC de inversión libre

Las instituciones de inversión colectiva de inversión libre (versión española de los *hedge funds*) registraron, en los dos primeros meses de 2016, una contracción patrimonial del 7,3 %, hasta los 1.933 millones de euros. Por su parte, en el número de instituciones que habían remitido estados a la CNMV no se había producido ningún cambio desde mediados de 2015: 10 IIC de inversión libre y 37 IIC de inversión libre.

*Los hedge funds españoles registraron un ligero retroceso en su patrimonio durante los dos primeros meses de 2016.*

Como se observa en el cuadro 15, el patrimonio de las instituciones puras de inversión libre (IIC de inversión libre) ascendía a 1.623 millones de euros en febrero de 2016, un 8,1 % inferior al volumen del cuarto trimestre de 2015, después de dos años de crecimiento (entre 2013 y 2015 el patrimonio se había incrementado un 70,2 %). Este descenso tuvo su origen tanto en los reembolsos netos efectuados por parte de los inversores (71,6 millones entre enero y febrero de 2016) como en la rentabilidad de la cartera en estos dos primeros meses del año, que fue del -3,87 %, después de unos años de rentabilidades elevadas. El número de partícipes se redujo de forma leve, concretamente un 1,9 %, hasta los 3.030.

*La contracción patrimonial de las IIC de inversión libre (fondos puros) se debió tanto a los reembolsos netos de 72 millones como a la rentabilidad negativa de la cartera (-3,9 %).*

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

CUADRO 15

	2013	2014	2015	2015			2016
				II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>							
Número <sup>2</sup>	19	14	10	10	10	10	10
Partícipes	3.022	2.734	1.265	1.363	1.365	1.265	1.261
Patrimonio (millones de euros)	350,0	345,4	320,0	346,0	338,0	320,0	310,7
Rentabilidad (%)	4,39	8,48	6,16	-3,29	-1,90	2,07	-1,55
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>							
Número <sup>2</sup>	28	36	37	38	37	37	37
Partícipes	2.415	2.819	3.089	3.120	3.121	3.089	3.030
Patrimonio (millones de euros)	1.036,7	1.369,5	1.764,8	1.704,1	1.708,5	1.764,8	1.622,7
Rentabilidad (%)	16,48	5,30	4,97	-2,49	-5,56	3,90	-3,87

Fuente: CNMV.

1 Datos hasta febrero de 2016.

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

Por su parte, las IIC de IIC de inversión libre (fondos de hedge funds) también mostraron un descenso patrimonial (-2,9%), mientras que el número de instituciones se mantuvo constante, después de varios años a la baja.

Por su parte, las IIC de IIC de inversión libre (fondos de fondos) experimentaron una contracción patrimonial del 2,9 %, hasta los 311 millones de euros, mientras que el número de partícipes se mantuvo casi constante y se situó en 1.261 (en 2015, a causa de numerosas bajas, esta cifra se redujo más de la mitad). La rentabilidad de la cartera de estas instituciones fue del -1,55 %, habiendo sido positiva los años anteriores, igual que en el caso de las IIC de inversión libre.

### IIC extranjeras comercializadas en España

La expansión del segmento de IIC extranjeras comercializadas en España observada desde 2012 parece haberse detenido en los primeros meses de este año...

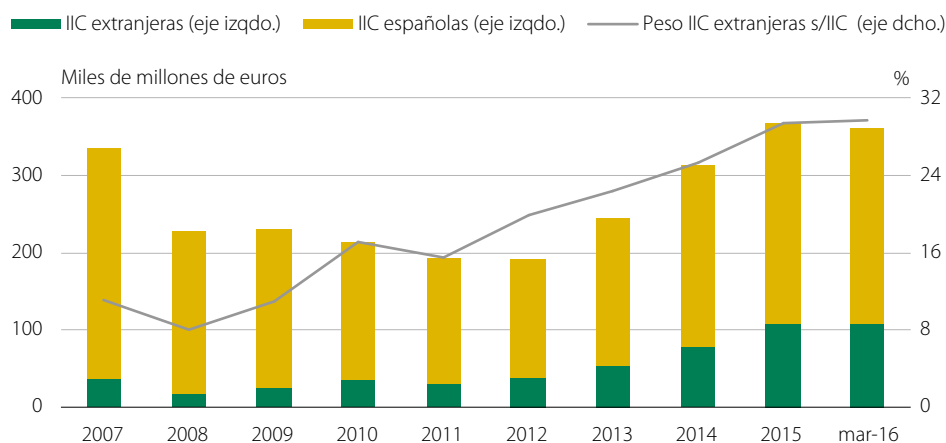
La expansión del segmento de las IIC extranjeras comercializadas en España, que comenzó con fuerza en 2012 (hasta 2015, el volumen de inversión se había triplicado), parece haberse detenido durante los primeros meses de 2016, ya que el patrimonio de estas IIC se redujo un 0,7 % entre diciembre y marzo, hasta los 107.329 millones de euros. Como puede observarse en el gráfico 20, este volumen representaba un 29,7 % del patrimonio total de las IIC comercializadas en nuestro país, porcentaje muy similar al de finales de 2015.

... aunque hubo diferencias notables entre los fondos, en expansión, y las sociedades, que experimentaron retrocesos en su patrimonio e inversores.

Esta ligera disminución patrimonial de las IIC extranjeras tuvo su origen en las sociedades de inversión, cuyo patrimonio se redujo un 2 %, hasta los 90.956 millones de euros. En cambio, los fondos alcanzaron un volumen de inversión de 16.373 millones, un 7 % superior al de finales de 2015. El número de inversores, en línea con estos resultados, disminuyó un 1,8 % en el caso de las sociedades y creció un 8,8 % para los fondos. En total, esta cifra alcanzó un importe de 1,6 millones de euros, lo que supuso un incremento del 0,1 %. En cambio, el número de instituciones aumentó en ambos casos, con 3 fondos y 21 sociedades más registrados en la CNMV, con lo que a finales de marzo había 428 y 476, respectivamente. La mayoría de estas altas procedían de Luxemburgo e Irlanda, igual que en años anteriores.

### Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.



## Perspectivas

La industria de la inversión colectiva, que ha experimentado grandes avances patrimoniales desde 2012 después de unos años realmente difíciles, parece que está estabilizándose. Por un lado, la puede seguir beneficiando el entorno de bajos tipos de interés en el que operan las entidades financieras pero, por otro, las turbulencias en los mercados de renta fija y la volatilidad de los mercados de renta variable pueden suponer un riesgo para esta industria. Como consecuencia, probablemente, de este último factor, se ha observado durante los últimos meses un incremento significativo de las suscripciones en los fondos de bajo riesgo, como los fondos garantizados, que habían experimentado elevados reembolsos en favor de fondos con un nivel mayor de riesgo a lo largo de los últimos dos o tres años.

*Los tipos de interés actuales favorecen a la industria de fondos, aunque la inestabilidad de los mercados puede condicionar su crecimiento y que los inversores vuelvan a confiar en los fondos con menos riesgo.*

### 4.2 Empresas de servicios de inversión

Durante los tres primeros meses de 2016, las empresas de servicios de inversión (ESI) continuaron desarrollando su actividad en un contexto de bastante inestabilidad en los mercados financieros. Los beneficios agregados antes de impuestos de estas entidades en este periodo ascendieron a 49,2 millones de euros, lo que supone una contracción del 30,8 % con relación a la cifra del mismo periodo de 2015. Con este resultado, se prolonga el mal comportamiento del año anterior, después de dos ejercicios en los que el sector había experimentado un avance significativo. En cuanto al número de entidades registradas en la CNMV, a finales de mayo de este año había un total de 80<sup>12</sup> frente a las 81 de finales de 2015, después de producirse cuatro bajas y tres altas. Del total de entidades, cinco poseían pasaporte comunitario para operar en otros países de la UE mediante presencia física (sucursal), una menos que a finales de 2015, y 38 lo hacían bajo la modalidad de libre prestación de servicios, dos menos que cinco meses antes.

*Como ya sucedía en 2015, los beneficios de las ESI cayeron un 31 % en el primer trimestre de 2016, en un marco de elevada inestabilidad en los mercados financieros.*

Las sociedades de valores (SV) experimentaron una contracción de su actividad durante el primer trimestre de 2016, con una reducción del beneficio agregado antes de impuestos del 9,6 %, hasta situarse en 47,4 millones de euros. Este importe representa, aproximadamente, el 90 % de los beneficios totales del sector (véase cuadro 16). La contracción de los beneficios tuvo su origen en el descenso de los ingresos por comisiones y en el resultado de las inversiones financieras. Los primeros se redujeron un 19,3 % con relación a las cifras del periodo enero-marzo del año anterior, hasta los 137,5 millones de euros (en 2015 la reducción fue del 2,9 %). Las comisiones que más descendieron en términos absolutos fueron aquellas originadas por la tramitación y ejecución de órdenes, que se situaron en 65,2 millones de euros en el primer trimestre de 2016, un 31,4 % por debajo de las obtenidas en el mismo periodo de 2015. Cabe mencionar que estas comisiones son las que tienen un mayor peso dentro de las comisiones percibidas por las SV, ya que suponen alrededor del 50 % del total. Por el contrario, las segundas comisiones en importancia, las obtenidas por la comercialización de IIC, crecieron un 5,3 %, hasta los 18,3 millones (en 2015 ya habían aumentado un 17,4 %).

*Los beneficios agregados de las SV cayeron un 10 % y los ingresos por comisiones un 19 %, a causa, principalmente, de la reducción del 31 % de las obtenidas por tramitación y ejecución de órdenes. En cambio, las comisiones por comercialización de IIC aumentaron un 5 %.*

---

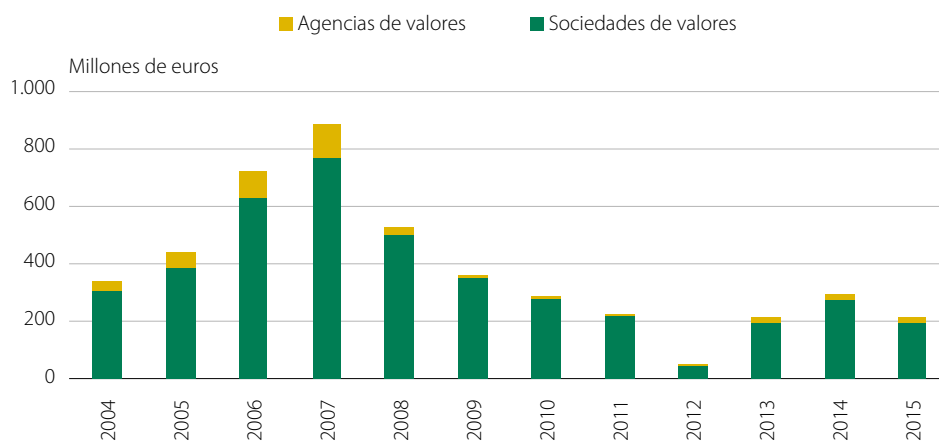
12 Sin tener en cuenta a las EAFI, a las que se dedica un epígrafe independiente en este informe por sus características diferentes.

La contracción del resultado de inversiones financieras en un 61 % y la menor contención de los gastos de explotación en relación con los ingresos también jugaron un papel importante en la reducción de los beneficios.

En cuanto al resto de las partidas que componen el margen bruto también es importante señalar la reducción del resultado de las inversiones financieras, que fue de un 60,9 %, hasta los 21,8 millones de euros. De esta forma, el margen bruto se redujo un 21,5 % al pasar de 158,6 a 124,5 millones de euros. Este hecho, junto con el descenso de los gastos de explotación en una proporción mucho menor que los ingresos (un 7,5 %, hasta los 85,8 millones de euros), hicieron que finalmente el resultado de explotación se situara en marzo de 2016 en 37,1 millones de euros, un 39,7 % menos que en el mismo periodo de 2015.

### Resultados agregados de las ESI antes de impuestos<sup>1</sup>

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

1 Excepto las EAFI y las sociedades gestoras de cartera.

El beneficio de las AV se redujo de forma sustancial (un 81 %). La causa principal fueron los menores ingresos por comisiones, especialmente los procedentes de la tramitación y ejecución de órdenes (-36 %) y de la comercialización de IIC (-3 %).

Las agencias de valores (AV) también experimentaron un empeoramiento durante el periodo analizado, con un descenso de los beneficios agregados del 81,0 %, hasta los 1,8 millones de euros. La causa principal de estos malos resultados se encuentra, al igual que en el caso de las SV, en la reducción de los ingresos derivados de comisiones, aunque a diferencia de estas, las comisiones por comercialización de IIC (las más importantes para las AV) experimentaron un ligero retroceso del 3,3 %, hasta los 12,5 millones de euros. También cabe destacar el descenso de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes, que se situaron en los 6,4 millones (-35,9 %), así como de las recibidas por asesoramiento en materia de inversión (-31,3 %, hasta los 1,7 millones). En cambio, las comisiones por gestión de carteras, que han pasado a ser las terceras en importancia, experimentaron un avance del 26,6 %, hasta los 2,8 millones. Como consecuencia de todo ello, el margen bruto agregado del primer trimestre se contrajo un 25 %, hasta los 24,4 millones de euros, y los gastos de explotación experimentaron una leve disminución del 3,4 %, hasta los 22,4 millones de euros.

La rentabilidad del sector de las ESI se vio afectada por el empeoramiento de los resultados.

La rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) del conjunto de ESI se redujo de manera sustancial entre diciembre de 2015 y marzo de 2016, al pasar del 15,3 % al 12,7 %, debido a la contracción en los resultados del sector. El mayor descenso se produjo en las AV, cuya rentabilidad pasó del 21,5 % al 6,3 %, mientras que en el caso de las SV el descenso fue algo más moderado, concretamente se redujo desde un 14,8 % a un 13,1 % (véase panel izquierdo del gráfico 22).

## Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (mar-16)

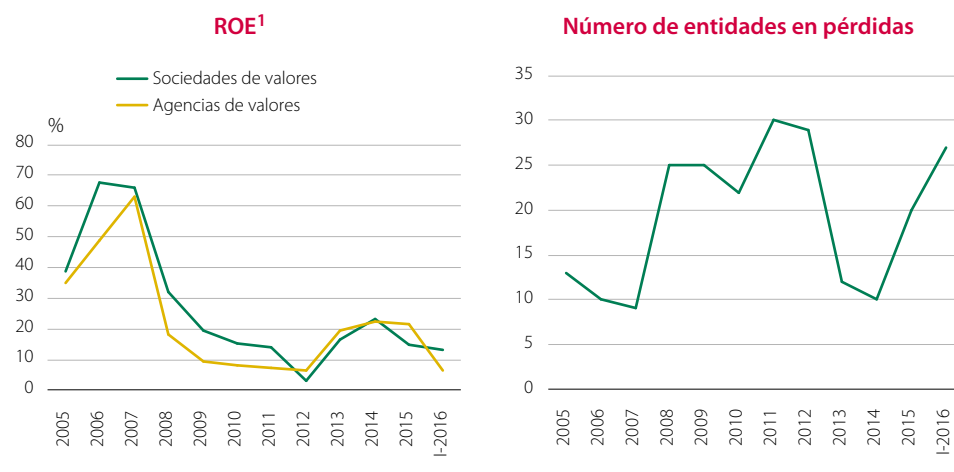
CUADRO 16

Importes en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	mar-15	mar-16	% var.	mar-15	mar-16	% var.
1. Margen de intereses	7.985	7.216	-9,6	175	159	-9,1
2. Comisiones netas	118.547	91.676	-22,7	31.049	24.770	-20,2
2.1. Comisiones percibidas	170.459	137.511	-19,3	35.222	29.949	-15,0
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	95.029	65.205	-31,4	9.993	6.404	-35,9
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	239	629	163,2	1.183	229	-80,6
2.1.3. Depósito y anotación de valores	5.934	12.323	107,7	113	147	30,1
2.1.4. Gestión de carteras	6.276	5.453	-13,1	2.246	2.844	26,6
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	1.497	647	-56,8	2.441	1.676	-31,3
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	55	80	45,5	0	18	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	0	0	-
2.1.8. Comercialización de IIC	17.379	18.307	5,3	12.883	12.457	-3,3
2.1.9. Otras	44.050	34.868	-20,8	6.363	6.174	-3,0
2.2. Comisiones satisfechas	51.912	45.835	-11,7	4.173	5.179	24,1
3. Resultado de inversiones financieras	55.799	21.838	-60,9	885	-94	-
4. Diferencias de cambio netas	-27.423	-2.439	91,1	615	-163	-
5. Otros productos y cargas de explotación	3.648	6.232	70,8	-170	-258	-51,8
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>158.556</b>	<b>124.523</b>	<b>-21,5</b>	<b>32.554</b>	<b>24.414</b>	<b>-25,0</b>
6. Gastos de explotación	92.743	85.761	-7,5	23.191	22.409	-3,4
7. Amortizaciones y otras dotaciones	3.725	1.444	-61,2	265	299	12,8
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	510	180	-64,7	2	4	100,0
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>61.578</b>	<b>37.138</b>	<b>-39,7</b>	<b>9.096</b>	<b>1.702</b>	<b>-81,3</b>
9. Otras ganancias y pérdidas	213	10.304	4.737,6	194	61	-68,6
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>61.791</b>	<b>47.442</b>	<b>-23,2</b>	<b>9.290</b>	<b>1.763</b>	<b>-81,0</b>
10. Impuesto sobre beneficios	11.231	6.747	-39,9	909	275	-69,7
<b>RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS</b>	<b>50.560</b>	<b>40.695</b>	<b>-19,5</b>	<b>8.381</b>	<b>1.488</b>	<b>-82,2</b>
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-
<b>RESULTADO NETO DEL EJERCICIO</b>	<b>50.560</b>	<b>40.695</b>	<b>-19,5</b>	<b>8.381</b>	<b>1.488</b>	<b>-82,2</b>

Fuente: CNMV.

El número de entidades en pérdidas aumentó tanto en 2015 como en el primer trimestre de 2016, en línea con la contracción del negocio experimentada por el sector. Así, si a finales de 2014 había diez entidades en pérdidas, al cierre de 2015 había un total de 20 y 27 al finalizar marzo de este año (véase panel derecho del gráfico 22). Este aumento se produjo tanto en las SV como en las AV: en el caso de las primeras, este número pasó de cuatro en 2014 a ocho en 2015 y once al finalizar marzo; mientras que en las segundas, estas cifras fueron de seis, doce y dieciséis, respectivamente. El valor total de las pérdidas acumulado por las entidades que incurrieron en ellas ascendió a ocho millones de euros, más del doble que las registradas en el mismo periodo del ejercicio anterior.

*Se observó un aumento tanto del número de entidades en pérdidas como de su volumen durante 2015 y primeros meses de 2016.*



Fuente: CNMV.

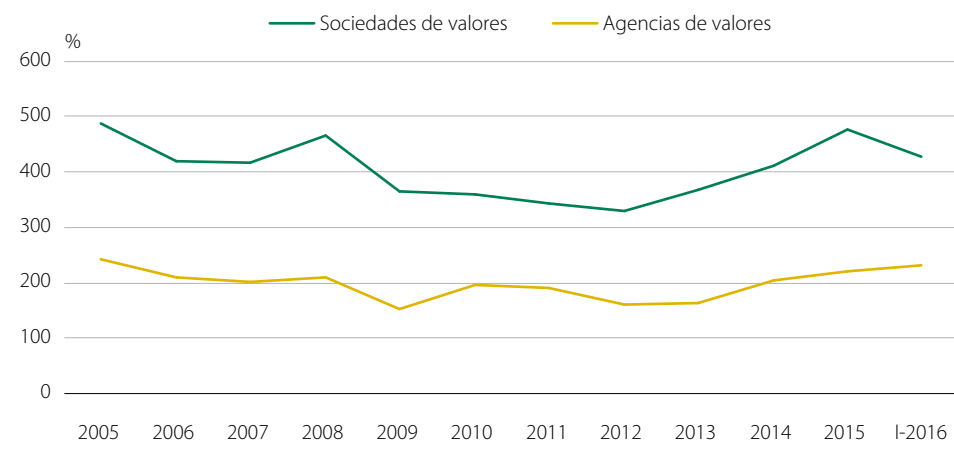
1 ROE calculado con resultados antes de impuestos anualizados.

Las condiciones de solvencia de las ESI continuaron siendo óptimas en el primer trimestre del año.

Las condiciones de solvencia de las ESI continuaron siendo óptimas en el primer trimestre del año. Así, el margen de solvencia de las entidades obligadas a remitir estados de solvencia<sup>13</sup>, definido como el exceso de recursos propios computables respecto a los recursos propios exigibles, se situaba a finales de marzo de 2016 en 4,3 para las SV y en 2,3 para las AV, mientras que a finales de 2015 estas cifras habían sido de 4,8 y 2,2 (véase gráfico 23).

Margen de solvencia de las ESI

(exceso de recursos propios computables sobre los recursos propios exigibles)



Fuente: CNMV.

1 Se debe tener en cuenta que desde la entrada en vigor en 2014 del Reglamento UE 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, la forma de cálculo de las exigencias de recursos propios se ha modificado ligeramente.

13 Desde el 1 de enero de 2014, según lo establecido en la Circular 2/2014, de 23 de junio, de la CNMV, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables, no todas las entidades están obligadas a remitir estos estados. De esta forma, 5 de las 78 empresas de inversión están exentas de hacerlo.

La actividad de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) continuó creciendo a lo largo de 2015, con un aumento del volumen de patrimonio asesorado del 18,6 % en relación con las cifras de finales de 2014, situándose en 25.366 millones de euros (véase cuadro 17). Con relación a la distribución de este patrimonio, el correspondiente a contrapartes elegibles<sup>14</sup> (epígrafe «otros») es el que creció con más fuerza, en particular, un 24,3 %, hasta los 13,5 millones de euros (en 2014 se había reducido prácticamente a la mitad), mientras que el patrimonio correspondiente a clientes minoristas y clientes profesionales aumentó un 18,5 % y un 5,8 %, respectivamente.

*El patrimonio asesorado por las EAFI siguió incrementándose en 2015, en un 19 %, hasta superar los 25.000 millones de euros...*

## Principales magnitudes de las empresas de asesoramiento financiero CUADRO 17

Importes en miles de euros	2012	2013	2014	2015	% var. 15/14
<b>NÚMERO DE ENTIDADES</b>	<b>101</b>	<b>126</b>	<b>143</b>	<b>154</b>	<b>7,7</b>
<b>PATRIMONIOS ASESORADOS</b>	<b>14.776.498</b>	<b>17.630.081</b>	<b>21.391.510</b>	<b>25.366.198</b>	<b>18,6</b>
Clientes minoristas	3.267.079	4.991.653	5.719.292	6.777.181	18,5
Clientes profesionales	3.594.287	3.947.782	4.828.459	5.109.979	5,8
Otros	7.915.132	8.690.646	10.843.759	13.479.037	24,3
<b>NÚMERO DE CLIENTES<sup>1</sup></b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>5.652</b>	<b>-</b>
Clientes minoristas	-	-	-	5.160	-
Clientes profesionales	-	-	-	318	-
Otros	-	-	-	174	-
<b>NÚMERO DE CONTRATOS<sup>1</sup></b>	<b>3.484</b>	<b>4.002</b>	<b>4.639</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Clientes minoristas	3.285	3.738	4.323	-	-
Clientes profesionales	175	235	276	-	-
Otros	24	29	40	-	-
<b>INGRESOS POR COMISIONES</b>	<b>26.177</b>	<b>33.272</b>	<b>47.767</b>	<b>55.469</b>	<b>16,1</b>
Comisiones percibidas	26.065	33.066	47.188	54.525	15,5
De clientes	20.977	26.530	37.943	43.964	15,9
De otras entidades	5.088	6.537	9.245	10.561	14,2
Otros ingresos	112	206	579	944	63,0
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>13.402</b>	<b>21.498</b>	<b>26.538</b>	<b>24.357</b>	<b>-8,2</b>
Capital social	4.365	5.156	5.576	5.881	5,5
Reservas y remanentes	4.798	9.453	8.993	7.451	-17,1
Resultado del ejercicio <sup>2</sup>	4.239	6.890	11.969	11.034	-7,8

1 Con la entrada en vigor de la Circular 3/2014 de la CNMV, la información en relación con el número de contratos deja de remitirse para declararse el número de clientes operativos.

2 Datos acumulados del periodo.

A pesar de no ser el segmento con el mayor crecimiento durante 2015, es importante reseñar la importancia relativa que ha ido adquiriendo el segmento minorista en el volumen de patrimonio total asesorado por las EAFI, que se ha ido incrementando desde la creación de este tipo de entidades hasta alcanzar el 26,7 % a finales de

*... al igual que el número de entidades, con 11 más que a finales de 2014, hasta alcanzar las 154. De estas, 21 podían llevar a cabo su actividad también en otros países de la UE.*

14 Contraparte elegible es la clasificación que la MiFID otorga típicamente a bancos, otras instituciones financieras y Gobiernos, y se corresponde con la categoría que precisa de un menor nivel de protección.

2015 (al cierre de 2010 este porcentaje era del 10,6 %). Los ingresos por comisiones aumentaron durante 2015 en un porcentaje similar al del volumen de activos gestionados, concretamente un 16,1 %, hasta los 55,5 millones de euros. El número de EAFI, por su parte, también se incrementó a lo largo del año, desde las 143 al cierre de 2014 hasta las 154. De estas, 21 estaban habilitadas para prestar servicios de asesoramiento en otros países de la UE bajo la modalidad de libre prestación de servicios, diez más que a finales de 2014.

*Tanto la situación inestable de los mercados de renta variable como la competencia por parte de las entidades financieras están complicando las perspectivas futuras de las empresas de servicios de inversión.*

Después de dos o tres años con un comportamiento positivo, la inestabilidad en los mercados de renta variable está afectando a los resultados de las empresas de inversión, ya que las principales líneas de negocio de estas entidades están ligadas a la contratación en estos mercados. Además, el aumento de la competencia por parte de las entidades de crédito nacionales complica todavía más las perspectivas de las ESI, ya que las primeras están empezando a sustituirlas en actividades tradicionalmente llevadas a cabo por las ESI, como la tramitación y ejecución de órdenes. Por otro lado, cabe mencionar que el proceso de reestructuración del sistema bancario español ha tenido, de momento, un impacto societario limitado sobre el sector de las ESI: de las diez bajas registradas durante 2015 y los cinco primeros meses de 2016, tan solo tres se han producido como consecuencia de una absorción por parte de otra entidad (el resto se han debido a la transformación en otro tipo de entidad o a la disolución de la entidad).

### **Crterios de la CNMV para la elaboracin de los planes de recuperacin de empresas de servicios de inversin**

RECUADRO 3

La Ley 11/2015, de 18 de junio de 2015, de recuperacin y resolucin de entidades de crdito y empresas de servicios de inversin y el Real Decreto 1012/2015<sup>1</sup>, de 6 de noviembre, que la desarrolla han traspuesto al ordenamiento jurdico espaol la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo, por la que se establece un marco para la reestructuracin y resolucin de entidades de crdito y de empresas de servicios de inversin<sup>2</sup>. La nueva ley completa y deroga, casi en su totalidad, la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuracin y resolucin de entidades de crdito, bajo la cual se llev a cabo el reciente proceso de reestructuracin del sistema financiero espaol. Con el fin de garantizar la aplicacin comn e uniforme de la Directiva 2014/59/UE, la Autoridad Bancaria Europea (EBA) ha emitido directrices y normas tcnicas destinadas a las autoridades competentes.

Una novedad sustantiva de la directiva y, en consecuencia, de la nueva normativa espaola, es su aplicacin tambin a las empresas de servicios de inversin, si bien quedan excluidas las entidades con capacidad operativa menor a la de las sociedades de valores (agencias de valores, gestoras de carteras y EAFI), as como las SV que no incluyan en su programa de actividades servicios de operativa por cuenta propia, aseguramiento o colocacin o custodia y administracin de valores.

La nueva normativa establece un procedimiento jurdico especfico, cuando as lo justifique el inters pblico, para reestructurar o liquidar una entidad financiera inviable al margen de los procedimientos concursales ordinarios, dada la singularidad de este tipo de entidades y su interconexin con el sistema financiero y la

economía de un país. Se pretende limitar el impacto de los procesos de resolución y reestructuración en la economía real y la estabilidad del sistema financiero, previniendo el contagio de las dificultades de una entidad al conjunto del sistema. Asimismo, se pretende internalizar el coste de estos procesos, asignando una mayor absorción de pérdidas a los accionistas y a los acreedores de la entidad y limitando su impacto en los recursos de los contribuyentes, al tiempo que se garantiza una mayor protección a depositantes y tenedores de fondos reembolsables.

Estas normas regulan también el procedimiento de actuación temprana (aplicable a una entidad financiera cuando incumpla la normativa de solvencia, ordenación y disciplina o cuando existan elementos objetivos conforme a los que resulte razonable prever que no pueda cumplir con ella, pero esté en disposición de retornar al cumplimiento por sus propios medios), uno de cuyos principales instrumentos son los planes de recuperación. De conformidad con la Ley 9/2012, estos planes solamente debían ser elaborados por las entidades que estaban atravesando dificultades, pero ahora esta obligación se extiende a todas, puesto que la nueva normativa les confiere un carácter eminentemente preventivo. En consecuencia, todas las entidades elaborarán y mantendrán actualizado un plan de recuperación que contemple las medidas y acciones a adoptar con objeto de restablecer su posición financiera en caso de que se produjera un deterioro significativo de esta. El plan deberá incluir un conjunto de indicadores, cuantitativos y cualitativos, que se tendrán en cuenta como referencia para emprender las acciones previstas, así como distintos escenarios hipotéticos de inestabilidad financiera y macroeconómica que afecten tanto al conjunto del sistema financiero como a la entidad o al grupo.

Tanto la Ley 11/2015 como el Real Decreto 1012/2015 atribuyen a la CNMV, como supervisor competente de las empresas de servicios de inversión, la adopción de determinados criterios de actuación. Por ello, tomando en consideración las directrices y normas técnicas emitidas por la EBA, y en cumplimiento de lo previsto en el plan de actividades correspondiente al ejercicio 2016, la CNMV ha elaborado una serie de criterios destinados tanto a determinar el colectivo de entidades sujeto a la obligación de elaborar planes de recuperación como a la preparación y evaluación de los mismos. Estos criterios tienen en cuenta los elementos de proporcionalidad contemplados en la normativa y la realidad económica de las ESI afectadas.

En diciembre de 2015, un total de 38 sociedades de valores quedaban sujetas a estas obligaciones. En conjunto, los activos de estas entidades apenas superaban los 7.000 millones de euros, por lo que no parece existir a priori un riesgo sistémico relevante en ninguna de ellas, dicho sea sin perjuicio del necesario análisis individual de cada caso concreto.

Con carácter previo a su aprobación, los criterios fueron valorados con el FROB, el Banco de España y el Fondo de Garantía de Inversiones. Su contenido es el siguiente:

*Criterio 1: No exigir planes de recuperación a las sociedades de valores que no realicen los servicios de inversión que generan la obligación de elaborar planes de*

*recuperación y hayan solicitado modificar sus programas de actividades para su eliminación.*

Las sociedades de valores que estén autorizadas a prestar uno o varios de los servicios de negociación por cuenta propia, colocación de instrumentos financieros sin base en un compromiso firme, aseguramiento o colocación de instrumentos financieros con base en un compromiso firme y gestión de sistemas multilaterales de negociación, estén autorizadas a prestar el servicio auxiliar de custodia y administración de valores y puedan tener en depósito dinero o valores de sus clientes, deberán cumplir con lo previsto en la ley.

*Criterio 2: No exigir planes de recuperación individuales, con carácter general, a las sociedades de valores que se integren en un grupo sujeto a supervisión consolidada por el Banco de España, la CNMV u otras autoridades competentes del Espacio Económico Europeo. No obstante, cuando las circunstancias supervisoras lo aconsejen, se podrán solicitar planes de recuperación individuales.*

*Criterio 3: Considerar, para los primeros planes, conforme a la información disponible, que todas las sociedades de valores pueden optar por elaborar y aprobar planes de recuperación simplificados. En años sucesivos se tendrá en cuenta la decisión adoptada para cada entidad en el ámbito de la resolución y, a aquellas entidades a las que a priori no se prevea aplicar el régimen ordinario de insolvencia, se les podrá exigir la elaboración y aprobación de planes de recuperación completos.*

La ley concede al supervisor competente la capacidad de establecer requisitos simplificados en relación con el contenido y pormenores de los planes de recuperación, atendiendo a las circunstancias singulares de cada entidad derivadas de su estructura, naturaleza y perfil de sus actividades. Por su parte, la EBA ha publicado la Directriz 2015/16 sobre la aplicación de las obligaciones simplificadas, en la que define una lista de criterios e indicadores obligatorios y opcionales con respecto a los cuales las autoridades competentes y de resolución deberán evaluar a las entidades, al objeto de determinar si reúnen las condiciones para la aplicación de obligaciones simplificadas. Estos criterios son: tamaño, interconexión, ámbito y complejidad de las actividades, perfil de riesgo, naturaleza del negocio, estructura accionarial, forma jurídica o pertenencia a un sistema institucional de protección. La CNMV, teniendo en cuenta las características del sector de sociedades de valores, ha considerado que todas ellas, en principio, son susceptibles de acogerse a obligaciones simplificadas.

*Criterio 4: Utilizar como esquema de los planes simplificados de recuperación el elaborado por la EBA con los elementos clave.*

Se han tomado como referencia unos estándares técnicos elaborados por la EBA, todavía pendientes de aprobación por la Comisión Europea (RTS/2014/11), en los que se establecen los contenidos mínimos de los planes de recuperación de las entidades sujetas a obligaciones simplificadas. Este documento agrupa la información que debe contener un plan de recuperación en cinco grandes grupos: resumen del plan de recuperación, gobierno corporativo, análisis estratégico, plan de comunicación y divulgación y medidas preparatorias. Se han seleccionado los contenidos más relevantes para que formen el plan de recuperación simplificado.



*Criterio 5: Exigir un único escenario que sea una combinación de acontecimientos sistémicos e idiosincráticos en los planes de recuperación de las sociedades de valores.*

La inclusión de escenarios tiene por objetivo definir una serie de acontecimientos hipotéticos con los que se probarán tanto la eficacia de las opciones de reestructuración como la adecuación de los indicadores incluidos en el plan de recuperación. Para entidades que se acojan a obligaciones simplificadas se considera suficiente que los planes de recuperación incluyan un único escenario que consista en una combinación de acontecimientos sistémicos e idiosincráticos.

*Criterio 6: Los planes de recuperación deberán incluir al menos un indicador de cada una de las cuatro categorías obligatorias, si bien la CNMV podrá excluir la aplicación de alguna de ellas en aquellos casos que sean irrelevantes, dado el modelo de negocio de cada entidad.*

Los planes deberán incluir un conjunto de indicadores que determinen los puntos en los que se podrán emprender las acciones previstas en el plan. Estos indicadores podrán ser de carácter cuantitativo o cualitativo y se referirán a la situación financiera de la entidad. La EBA ha elaborado la Directriz 2015/02 sobre la lista mínima de indicadores cuantitativos y cualitativos de los planes de recuperación. De acuerdo con ella, los planes deberán incluir, al menos, las siguientes categorías de indicadores obligatorios: indicadores de capital, de liquidez, de rentabilidad y de calidad de los activos.

*Criterio 7: Considerar como fecha máxima para la presentación de los primeros planes de recuperación el 30 de junio de 2016. Asimismo, el plazo de actualización de los planes de recuperación deberá ser bienal. Por último, el primer plan de recuperación de las nuevas sociedades de valores se presentará a la CNMV antes del 30 de junio siguiente al de su inscripción en el registro de la CNMV, siempre y cuando desde su inscripción hasta esa fecha haya transcurrido un periodo de, al menos, un año.*

- 1 Real Decreto 1012/2015, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y por el que se modifica el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de entidades de crédito.
- 2 Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo, por la que se establece un marco para la reestructuración y resolución de entidades de crédito y de empresas de servicios de inversión y por la que se modifican la Directiva 82/891/CEE del Consejo, y las Directivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE y 2013/36/UE, y los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010 y (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo.

### 4.3 Sociedades gestoras de IIC

La actividad de las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) durante el primer trimestre de 2016 se ralentizó respecto al año anterior, con una caída del 2 % en el patrimonio gestionado (véase cuadro 18), si bien en 2015 la expansión había sido importante, con un incremento del 11,2 %, hasta los 258.000 millones de euros. Este hecho también se vio reflejado en los beneficios agregados antes de impuestos, que ascendían a 626,4 millones de euros, lo que supone un aumento del 14,8 % (véase gráfico 24).

*El patrimonio gestionado por las SGIIC retrocedió un 2 % durante los tres primeros meses de 2016. En 2015, en cambio, la expansión de la industria de IIC hizo que aumentara un 11 % y que los beneficios lo hicieran un 15 %.*

Más del 90 % de este aumento en el patrimonio gestionado tuvo su origen en el avance experimentado por los fondos de inversión, si bien las sociedades de inversión también observaron importantes subidas. Por otro lado, es importante mencionar el grado de concentración del sector, que continuó siendo muy elevado: las tres mayores gestoras mantenían, a finales de 2015, una cuota conjunta del 43 % del patrimonio total (36 % a finales de 2014).

### 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 <sup>1</sup>	Comisión media de gestión de IIC <sup>1</sup> (%)	Ratio de comisiones <sup>2</sup> (%)
2009	203.730	1.717	0,84	68,1
2010	177.055	1.639	0,93	67,2
2011	161.481	1.503	0,93	65,6
2012	152.959	1.416	0,93	64,6
2013	189.433	1.588	0,84	62,0
2014	232.232	2.004	0,85	61,8
2015	258.201	2.440	0,95	63,7
mar-2016	253.157	-	-	-

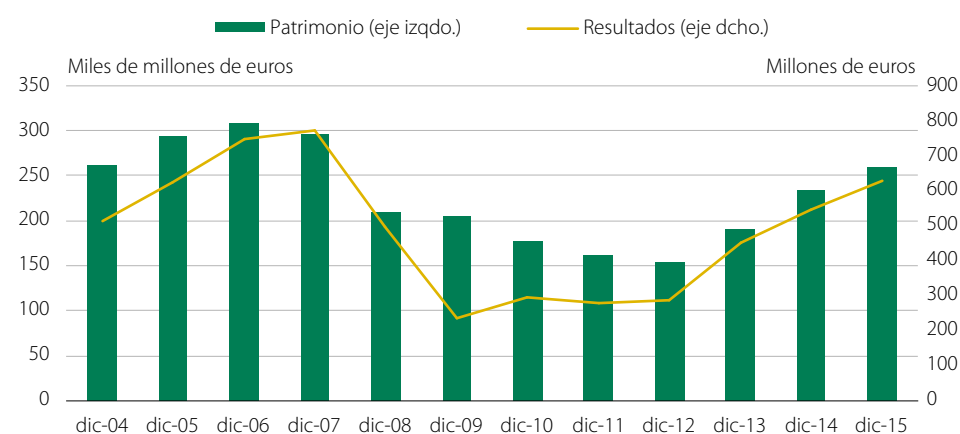
Fuente: CNMV.

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

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

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

GRÁFICO 24



Fuente: CNMV.

En la misma línea, la rentabilidad de las gestoras se incrementó en 2015 y el número de gestoras en pérdidas se redujo.

En línea con la mejora de los resultados en 2015, las comisiones de gestión de IIC (las más importantes para las SGIIC), se incrementaron un 21,8 % con relación a la cifra de cierre de 2014, hasta los 4.880 millones de euros. La comisión media de gestión se situó en el 0,95 % del patrimonio, por encima del 0,85 % de finales de

2014, a causa, principalmente, de la recomposición del patrimonio de los fondos de inversión hacia categorías con mayores niveles de riesgo que, en general, llevan asociadas comisiones más altas. De la misma forma, la rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) del conjunto de SGIIC, como venía sucediendo en los últimos ejercicios, experimentó un importante avance, desde el 48,5 % de finales de 2014 hasta el 54,7 % de diciembre de 2015. El número de entidades en pérdidas, por su parte, se redujo de 14 a 11, aunque el valor agregado de e se incrementó un 24,7 %, hasta alcanzar los 3,5 millones de euros.

La reorganización que se estaba produciendo en el sector a consecuencia del proceso de reestructuración del sistema financiero español parece que está llegando a su fin. Así, en 2015, de las cinco bajas producidas, tan solo dos se debieron a la mencionada reorganización, mientras que en los primeros cinco meses de 2016 no se ha producido ninguna baja de ningún tipo. En este mismo periodo hubo cinco altas, por lo que el número de SGIIC a 31 de mayo era de 101, frente a las 96 de finales del año anterior.

*El número de entidades que gestionan productos de inversión colectiva ha aumentado a 101 hasta mayo, cinco más que a finales de 2015. Esto parece indicar que el sector está en el final de su proceso reorganizativo.*

#### 4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo

Con la entrada en vigor de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, se abrió la posibilidad de crear nuevos tipos de vehículo para promover el capital-riesgo como una fórmula de financiación alternativa. Estos nuevos vehículos contemplados en la ley son las entidades de capital-riesgo pyme —tanto sociedades como fondos—, los fondos de capital-riesgo europeos, los fondos de emprendimiento social europeos y las entidades (sociedades y fondos) de inversión colectiva de tipo cerrado. La ley también regula las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC), denominación que pasa a aplicarse tanto a las antiguas gestoras de entidades de capital-riesgo como a las gestoras de las nuevas entidades de inversión colectiva cerradas. Todas ellas están sujetas al registro administrativo previo en la CNMV.

*La entrada en vigor de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, ha permitido la creación de nuevos vehículos de inversión cerrada para promover el capital-riesgo como fórmula de financiación alternativa.*

El número de entidades de capital-riesgo (ECR) se incrementó durante los primeros cinco meses de 2016 desde 265 hasta 274, después de que en 2015 esta cifra se hubiera reducido en cinco (véase cuadro 19). Tanto en 2015 como en los meses iniciales de 2016, el número de sociedades de capital-riesgo (SCR) experimentó una contracción importante, con un total de 33 bajas (25 en 2015 y 8 en 2016) y solo siete altas (tres el año pasado y cuatro este año). Cabe mencionar que una parte importante de las sociedades que causaron baja tenían carácter unipersonal y la nueva ley las excluye de su ámbito. Por el contrario, los fondos de capital-riesgo (FCR) observaron un ligero crecimiento durante este periodo, con un incremento de tres fondos tanto en 2015 como en el periodo enero-mayo de 2016. De esta forma, a finales de mayo había un total de 151 fondos de capital-riesgo.

*El número de ECR aumentó en los cinco primeros meses de 2016, después de haberse contraído en 2015, a pesar de las elevadas bajas que experimentaron las sociedades de inversión.*

Con respecto a las ECR de nueva creación, en 2015 aparecieron las primeras entidades de capital-riesgo pyme, concretamente ocho fondos y seis sociedades que, unidos a los tres fondos y las seis sociedades creados en 2016, sumaban un total de once y doce entidades de este tipo, respectivamente, a 31 de mayo. Un número elevado de ellas, especialmente fondos, se crearon como resultado de la transformación de antiguas entidades de capital-riesgo que ya realizaban sus inversiones en pymes y cumplían los

*Entre 2015 y 2016, se han creado 23 entidades de capital-riesgo pyme (11 fondos y 12 sociedades) y un fondo de capital-riesgo europeo.*

requisitos exigidos por la nueva normativa para constituirse como entidades de capital-riesgo pyme. Por su parte, en febrero de este año se dio de alta el único fondo de capital-riesgo europeo que existe por el momento.

*Desde diciembre de 2015 también se han creado tres sociedades y un fondo de inversión de tipo cerrado. El número de sociedades gestoras, por su parte, era de 81 a finales de mayo, cuatro más que a cierre de 2015 y siete más que en 2014.*

En cuanto a los vehículos de tipo cerrado, a finales de mayo de 2016 había un total de cuatro (tres sociedades y un fondo), todos ellos creados a partir de diciembre de 2015. En la misma fecha, estaban registradas 81 sociedades gestoras de entidades de inversión de tipo cerrado (denominación que incluye a las antiguas sociedades gestoras de capital-riesgo), después de haberse producido siete altas y tres bajas durante el año. En su mayor parte, las nuevas sociedades gestoras creadas en 2015 y en 2016 ofrecen políticas de inversión en sectores vinculados al desarrollo de las nuevas tecnologías y de la sociedad de la información.

*La estrategia inversora más común entre las ECR es la inversión en empresas en fase de expansión, con 87 entidades. Las ECR cuyo objetivo principal es la inversión en empresas en fases de arranque están aumentando en los últimos años.*

En relación con la estrategia inversora de las ECR, a diciembre de 2015, la mayoría de entidades, concretamente 87 (siete menos que al cierre de 2014), tenían como inversión principal a empresas en fase de expansión y representaban un 20,3 % del patrimonio total del sector (un 36,3 % si se excluyen las entidades cuyas inversiones están dirigidas a otras entidades de capital-riesgo). Por su parte, las entidades con una inversión mayoritaria en empresas en fases de arranque (o *start-ups*) han aumentado con fuerza en los últimos años y han pasado de 33 en 2013 a 46 en 2015. En términos de patrimonio representaban un 6,2 % del total (11,1 % excluyendo las ECR que invierten en otras ECR).

## Altas y bajas en el registro de ECR en 2015

CUADRO 19

	Situación a 31/12/2014	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2015	Altas	Bajas	Situación a 31/05/2016
<b>Entidades</b>							
Fondos de capital-riesgo	145	16	13	148	5	2	151
Fondos de capital-riesgo pyme	0	8	0	8	3	0	11
Fondos de capital-riesgo europeos	0	0	0	0	1	0	1
Sociedades de capital-riesgo	125	3	25	103	4	8	99
Sociedades de capital-riesgo pyme	0	6	0	6	6	0	12
<b>Total entidades de capital-riesgo</b>	<b>270</b>	<b>33</b>	<b>38</b>	<b>265</b>	<b>19</b>	<b>10</b>	<b>274</b>
Fondos de inversión colectiva cerrados	0	0	0	0	1	0	1
Sociedades de inversión colectiva cerradas	0	1	0	1	2	0	3
<b>Total entidades de inversión colectiva cerradas</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>4</b>
<b>Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC)</b>	<b>74</b>	<b>10</b>	<b>7</b>	<b>77</b>	<b>7</b>	<b>3</b>	<b>81</b>

Fuente: CNMV.

*El patrimonio de las ECR cayó un 8,5 % en 2015 debido a la reducción del de las sociedades. Por el contrario, el patrimonio de los fondos aumentó.*

A lo largo de 2015 el patrimonio de las ECR disminuyó un 8,5 %, hasta situarse en 7.768 millones de euros. Esta contracción se debió exclusivamente a las sociedades, cuyo patrimonio se redujo un 23,2 %, hasta los 3.418 millones de euros, como consecuencia, en parte, del elevado número de bajas producido. En cambio, los fondos experimentaron una expansión patrimonial del 7,8 %, hasta alcanzar los 4.350 millones.

En el caso de los fondos de capital-riesgo, incluyendo tanto fondos tradicionales como de nueva creación —en este caso los fondos pyme—, se observó una ligera recomposición de la importancia relativa de sus inversores en 2015. Por un lado, se incrementó de forma importante la inversión realizada por las entidades de capital-riesgo extranjeras, en concreto un 85,7 %, hasta los 363 millones de euros, y en menor medida por las Administraciones públicas, con un aumento del 25,5 % para superar los 700 millones, convirtiendo a estas últimas en el principal inversor en la cartera de los fondos de capital-riesgo (véase cuadro 20). En el lado opuesto, destaca la reducción de la inversión realizada por parte de otras entidades extranjeras, que disminuyó un 16,9 % y se situó en 625 millones de euros.

*En los fondos de capital-riesgo disminuyó la relevancia de las entidades extranjeras como inversores en favor, básicamente, de las ECR extranjeras y de las AA. PP.*

En las sociedades de capital-riesgo, incluyendo, como en el caso de los fondos, las sociedades de capital-riesgo pyme, los dos tipos de inversores más relevantes, los bancos y las empresas no financieras, redujeron su inversión en este tipo de entidades de forma sustancial en 2015. Así, los primeros lo hicieron en un 62,1 %, hasta quedar ligeramente por encima de los 500 millones (su inversión había llegado a superar los 1.600 millones en 2013), mientras que para los segundos la reducción fue de un 33,8 % hasta los 861 millones. Las Administraciones públicas, que tienen un menor peso en las sociedades que en los fondos, aumentaron su inversión hasta los 408 millones, lo que supone un aumento del 51,2 %. Atendiendo a la tipología de inversor en capital-riesgo, la presencia de las personas físicas se situó en el 7,3 % del patrimonio total en los fondos, mientras que en el caso de las SCR, se situó en el 2,9 %, cifras muy similares a las de 2014.

*En las sociedades de capital-riesgo, por el contrario, las AA. PP. aumentaron su inversión, mientras que los bancos y las empresas no financieras la redujeron.*

### Entidades de capital-riesgo: patrimonio por tipo de inversor

CUADRO 20

Importes en millones de euros	Fondos		Sociedades	
	2014	2015	2014	2015
<b>Personas físicas</b>				
Residentes	288,9	317,7	133,6	99,8
No residentes	9,1	6,8	4,3	153,9
<b>Personas jurídicas</b>				
Bancos	276,4	294,4	1.339,8	507,2
Cajas de ahorros	97,0	50,2	26,1	22,0
Fondos de pensiones	484,7	542,4	25,1	26,2
Compañías de seguros	133,2	208,4	41,1	43,8
Sociedades y agencias de valores	0,5	1,3	0,2	0,2
Instituciones de inversión colectiva	54,7	65,4	18,9	4,0
Entidades de capital-riesgo nacionales	147,7	166,9	81,2	45,4
Entidades de capital-riesgo extranjeras	195,5	362,9	0,0	0,0
Administraciones públicas	564,4	708,5	269,5	407,5
Fondos soberanos	102,5	31,7	0,0	0,0
Otras empresas financieras	312,8	302,6	951,7	989,8
Empresas no financieras	475,1	462,9	1.300,7	861,4
Entidades extranjeras	751,9	624,7	113,7	114,7
Otros	141,6	203,0	143,6	142,4
<b>TOTAL</b>	<b>4.035,8</b>	<b>4.349,8</b>	<b>4.449,4</b>	<b>3.418,2</b>

Fuente: CNMV.

*Según los datos de ASCRI, la inversión de las ECR cayó un 16 % en 2015 a causa de las pocas operaciones de gran volumen realizadas. Las operaciones midmarket y las inversiones de venture capital, en cambio, fueron especialmente dinámicas.*

De acuerdo con los datos proporcionados por la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), el volumen de inversión de las ECR en España se redujo un 15,5 % en 2015, hasta los 2.939 millones de euros. No obstante, el número total de operaciones se incrementó un 23 %, con un total de 657. El descenso en la inversión se debió a la reducción de las operaciones de gran volumen, con un total de cinco (frente a las once del año anterior), todas ellas realizadas por fondos de capital-riesgo internacionales. En contraste, destacó la evolución claramente positiva de las operaciones de tamaño medio, el denominado *midmarket*, con 57 operaciones (33 en 2014) y una inversión total que representó el 56,5 % del volumen total. Respecto al tipo de operaciones, las inversiones en *venture capital* (fases semilla y arranque) fueron las que experimentaron un mayor crecimiento, con un volumen total de 534 millones, un 84 % más que en 2014.

*Parece que en 2016, gracias al crecimiento de la economía, España sigue siendo un país atractivo para inversores tanto nacionales como internacionales.*

Las perspectivas del sector para 2016 son positivas, ya que se confirma la senda de recuperación para la economía española, aunque las previsiones indican una ligera desaceleración del crecimiento. Así, aunque la incertidumbre política ha paralizado algunas operaciones en los últimos meses de 2015, en los primeros meses de 2016 se advierte la continuidad de la tónica inversora del año pasado. En particular, la inversión en operaciones de *midmarket* y *venture capital* sigue siendo muy activa.

## II Informes y análisis





# Capacidad de gestión, preferencias sobre el riesgo e incentivos para la gestión activa en los fondos de inversión españoles de renta variable

Ramiro Losada López (\*)

(\*) Ramiro Losada López pertenece al Departamento de Estudios y Estadísticas de la CNMV.



# 1 Introducción

La literatura sobre fondos de inversión de renta variable ha estudiado en profundidad dos aspectos de este mercado. El primero: si es mejor elegir un fondo de renta variable de gestión activa o limitarse a seguir un índice. El segundo: cómo influyen los incentivos de los gestores a la hora de decidir los riesgos en la cartera de inversiones que construyen<sup>1</sup>. Desde el artículo seminal de Jensen (1968<sup>2</sup>), el estudio de estos dos aspectos se ha realizado mediante el uso de regresiones tipo derivadas del *capital asset pricing model* (CAPM), donde el factor a explicar era el rendimiento conseguido por los fondos<sup>3</sup>. Este enfoque permite evaluar la capacidad del gestor sin una modelización explícita de su problema de decisión de inversión.

En este artículo, que resume el Documento de Trabajo de la CNMV n.º 62<sup>4</sup>, se utiliza como alternativa la versión al modelo CAPM tradicional propuesta por Kojien (2014<sup>5</sup>). Este modelo permite el estudio de la distribución de la capacidad de los gestores, sus incentivos y sus preferencias sobre el riesgo, mediante una muestra de datos de sección cruzada. Asimismo propone una solución para el problema de inversión del gestor que consiste en una estrategia dinámica cuyos resultados se trasladan a los rendimientos de los fondos que se observan en los datos de mercado. Esta estrategia empírica tiene la ventaja de que permite separar y medir parámetros que definen la capacidad del gestor, sus preferencias sobre el riesgo y sus incentivos a la hora de tomar decisiones.

Existe una controversia alrededor de la existencia de una verdadera capacidad de los gestores para componer carteras que superen la simple replicación de un índice. Esta controversia es, en parte, una consecuencia de una inferencia ineficiente. En general, la mayoría de las estimaciones de la capacidad de los gestores provienen de obtener una media sobre rendimientos ajustados por riesgo en periodos que se pueden considerar

---

1 Véase Wermers, R. (2011). «Performance measurement of mutual funds, hedge funds, and institutional accounts», en *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 537-574.

2 Véase Jensen, M. (1968). «The performance of mutual funds in the period 1945-1964», en *Journal of Finance*, Vol. XXIII, pp. 389-416.

3 Véase Sharpe, W. (1964). «Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk», en *Journal of Finance*, Vol. 19, n.º 3, pp. 425-442. La estrategia empírica estándar para medir la capacidad de gestión ha sido realizar una regresión del exceso de rendimiento de los fondos de inversión respecto al rendimiento de un activo seguro a corto plazo sobre un conjunto de rendimientos de índices pasivos. El término independiente de estas regresiones, el alfa del fondo, se considera la medida estándar de la capacidad del gestor.

4 Véase Losada, R. (2016). *Managerial ability, risk preferences and the incentives for active management*. Documento de Trabajo de la CNMV n.º 62.

5 Véase Kojien, R. (2014). «The cross-section of managerial ability, incentives, and risk preferences», en *Journal of Finance*, Vol. LXIX, pp. 1.051-1.098.

cortos<sup>6</sup>. También es conocido que los retornos medios sobre periodos de tiempo cortos llevan a estimaciones imprecisas (Merton, 1980<sup>7</sup>). Por tanto, la estimación mediante estos métodos de la distribución de la sección cruzada de las capacidades de gestión de los gestores de un mercado podría no reflejar su verdadera heterogeneidad y sí un error de estimación. La estimación de modelos de carteras óptimas —como el de Kojien (2014)— permite apreciar de forma más precisa la capacidad de gestión y la aversión al riesgo de los gestores de fondos. Esto se debe a que pueden explotar información sobre la volatilidad de los rendimientos de los fondos y la covarianza entre los rendimientos de estos y los de los índices de renta variable a los que están vinculados. Además, este modelo presenta otra propiedad interesante, dadas las estimaciones sobre la capacidad de los gestores y su aversión al riesgo: se puede también determinar un alfa para el fondo que es comparable con el que se obtiene de las regresiones lineales tipo CAPM.

El artículo tiene como objetivo estimar el modelo estructural propuesto por Kojien (2014) para el caso del mercado español de fondos de renta variable durante el periodo 1995-2014. Los parámetros de interés que se tuvieron en cuenta para cada uno de los fondos considerados fueron: la capacidad de los gestores, su coeficiente de aversión al riesgo y la sensibilidad de los salarios que reciben con respecto a los rendimientos de sus fondos. Como se muestra en Cambón y Losada (2014) y Losada (2015<sup>8</sup>), en la mayoría de los segmentos del mercado español de fondos de inversión, las gestoras que pertenecen a entidades de crédito disfrutaron de poder de mercado, si bien este es menos acentuado en el segmento de fondos de renta variable. Dada esta evidencia, este artículo analiza por separado el comportamiento de las gestoras independientes y el de aquellas que pertenecen a entidades de crédito. Así, trata de evaluar si su capacidad de gestión, sus preferencias con respecto al riesgo y sus esquemas de incentivos salariales son diferentes.

Un aspecto importante del modelo utilizado es que separa la cartera de cada fondo de renta variable en dos subcarteras, una que exclusivamente sigue el índice de referencia y otra que se puede interpretar como la parte de la cartera que se gestiona activamente. Esta división permite estudiar el tamaño de la parte de la cartera elegida por los gestores que se puede considerar como activa. En el año 2014, los gobiernos sueco y danés y la Comisión Europea expresaron sus dudas sobre si los gestores de fondos realizan una gestión activa de sus carteras o simplemente se limitan a replicar el comportamiento de un índice. El enfoque adoptado en este artículo también puede ayudar a arrojar luz sobre este tema, puesto que evalúa el grado en que los fondos de renta variable españoles están gestionados activamente.

El artículo entronca con una extensa literatura sobre el rendimiento de los fondos de inversión, que en su mayor parte se basa en comparar el rendimiento del fondo con

---

6 Pastor, L. y Stambaugh, F. (2002). «Mutual fund performance and seemingly unrelated assets», en *Journal of Financial Economics*, Vol. 63, pp. 315-349; Lynch, A.W. y Wachter, J.A. (2007a). *Does mutual fund performance vary over the business cycle?*; y Lynch, A.W. y Wachter, J.A. (2007b). *Using samples of unequal length in generalized method of moments estimation*. NYU Stern and The Wharton School Working Paper, proponen utilizar muestras más largas sobre los rendimientos de los índices que siguen los fondos para mejorar las estimaciones.

7 Véase Merton, R. (1980). «On estimating the expected return on the market», en *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, pp. 323-361.

8 Véanse Cambón, M.I. y Losada, R. (2014). «Competition and structure of the mutual fund industry in Spain: the role of credit institutions», en *Spanish Review of Financial Economics*, Vol. 12, pp. 58-71; y Losada, R. (2015). *Measuring market power in the Spanish mutual fund industry for retail investors*. Mimeo.

el de su índice de referencia. La evidencia empírica encontrada en estos trabajos es mayoritariamente negativa, debido a que los fondos de inversión raramente superan el rendimiento de sus índices de referencia<sup>9</sup>. Los resultados fueron similares en los trabajos que se centraron solo en el mercado español<sup>10</sup>.

En cuanto a la estructura del artículo, en la sección segunda se describen los datos utilizados en el trabajo, que se centra en el mercado de los fondos de inversión de renta variable que invierten en la zona del euro; la sección tercera introduce el modelo econométrico utilizado en el análisis y muestra los resultados obtenidos; finalmente, la sección cuarta presenta las conclusiones.

## 2 Descripción de los datos

El modelo utilizado en este trabajo se ha determinado para el mercado español de fondos de inversión de renta variable cuyo objetivo de inversión son valores de la zona del euro. La mayoría de los fondos considerados invierten en el mercado de acciones español o tienen como referencia principal el índice Eurostoxx 50. La fuente principal de los datos utilizados es la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Esta institución recibe información del mercado español periódicamente, como parte de su tarea como supervisor de las instituciones de inversión colectiva. Estos datos engloban a todos los fondos de renta variable existentes y permiten identificar al tipo de gestora a la que pertenecen (independiente o no). Asimismo, tienen una periodicidad mensual y comprenden el periodo entre enero de 1995 y diciembre de 2014. La otra fuente principal de información es Datastream. De este proveedor de datos se obtuvieron los precios mensuales de todos los índices de renta variable considerados para este trabajo.

La razón por la que el análisis se restringe a los fondos de renta variable cuyas inversiones se limitan a la zona del euro son dos: la primera es que los fondos de renta variable que invierten fuera de la zona del euro pueden contener rendimientos

---

9 Véanse Sharpe, W. (1966). «Mutual fund performance», en *Journal of Business*, Vol. 39, pp. 119-138; Jensen (1968) (*op. cit.*); Grinblatt, M. y Titman, S. (1989). «Mutual fund performance: an analysis of quarterly portfolio holdings», en *Journal of Business*, Vol. 62, pp. 393-416; y, más recientemente, Malkiel, B. (1995). «Returns from investing in equity mutual funds 1971-1991», en *Journal of Finance*, Vol. L, pp. 549-572; Droms, W.G. y Walker, D.A. (1995). «Determinants of variation in mutual fund returns», en *Applied Financial Economics*, Vol. 5, pp. 383-389; Ackermann, C., McNally, R. y Ravenscraft, R. (1999). «The performance of hedge funds: risk, return and incentives», en *Journal of Finance*, Vol. LIV, pp. 833-874; Detzler, M.L. (1999). «The performance of global bond mutual funds», en *Journal of Banking and Finance*, Vol. 23, pp. 1.195-1.217; y Edelen, R.M. (1999). «Investor flow and assessed performance of open-end mutual funds», en *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, pp. 439-466.

10 Véanse Ferrando, M. y Lassala, C. (1998). «Evaluación de la gestión de los FIAMM y de los FIM de renta fija en España en el periodo 1993-1995», en *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. 94, pp. 197-231; Basarrate, B. y Rubio, G. (1999). «Nonsimultaneous prices and the evaluation of management portfolios in Spain», en *Applied Financial Economics*, Vol. 9, pp. 273-281; Matallín, J.C. y Fernández, M.A. (1999). «Análisis de la performance a través del estilo del fondo de inversión», en *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. 28, pp. 413-442; Menéndez, S. y Álvarez, S. (2000). «La rentabilidad y la persistencia de los resultados de los fondos de inversión de renta variable», en *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. 103, pp. 15-36; Martínez, M.A. (2001). «El puzzle de los fondos de inversión en España: un enfoque de demanda», en *Moneda y Crédito*, Vol. 213, pp. 129-154; y Palacios, J. (2010). *A vueltas con los fondos de inversión españoles: nuevas sorpresas en la década 2000-2009*. Documento de Investigación n.º 849, IESE Business School.

negativos o positivos que provienen exclusivamente de diferencias por tipo de cambio. La segunda razón se refiere a la proximidad entre las gestoras de fondos y los mercados de renta variable en los que invierten los fondos considerados. Es más probable que los gestores elijan inversiones de forma activa cuando los mercados en los que invierten están más cercanos, como es el caso del mercado español y los europeos.

Si a los datos de los fondos para cada uno de los meses se les concede el carácter de observación, el tamaño muestral es de 31.212 observaciones y el número total de fondos analizados es de 228. Es importante destacar que para que un fondo forme parte de la base de datos se requiere: i) que haya estado en el mercado al menos tres años fiscales; y ii) que su media de patrimonio, a lo largo del periodo en que opera, fuera al menos de tres millones de euros. La información obtenida para cada fondo es la siguiente:

- Valor liquidativo: valor de mercado de cada una de las participaciones del fondo al final de cada mes.
- Patrimonio: valor de los activos del fondo al final de cada mes.
- Comisiones pagadas por los inversores: definidas como la suma de la comisión de gestión y depósito, más 1/7 de comisión de suscripción y 1/7 de la comisión de reembolso de cada uno de los fondos en el periodo que compone la muestra<sup>11</sup>.
- Índice de referencia: debido a que la regulación actual obliga a los fondos a declarar cuál es su índice de renta variable de referencia, esta información se ha utilizado siempre que ha estado disponible<sup>12</sup>.

Cada una de las gestoras de los fondos de inversión se ha catalogado como perteneciente a una entidad de crédito o como independiente. De los 228 fondos de inversión, 77 pertenecen a gestoras independientes, mientras que los otros 151 corresponden a gestoras que son filiales de entidades de crédito. En este artículo no se ha evaluado individualmente a los gestores que trabajan para una gestora; se ha supuesto que cada fondo lo gestiona todo el equipo que compone la gestora. Bajo este supuesto, los resultados sobre la capacidad se pueden asignar directamente a la gestora y se pueden interpretar como una media del talento que esta posee.

Desde 2008, algunos de los fondos de inversión españoles tienen más de una clase asociada a una estructura diferente de comisiones. De forma congruente con la literatura analizada, las diferentes clases se han fusionado en un único fondo. Se han construido rentabilidades y comisiones ponderadas por patrimonio utilizando el patrimonio invertido en cada una de las clases del fondo.

La base de datos de la CNMV contiene información sobre el patrimonio calculado después de descontar las comisiones y otros gastos del fondo. Para poder centrarnos en la capacidad de gestión, se han calculado las rentabilidades brutas de los fondos,

---

11 Esta variable se ha definido como en Cambón y Losada (*op. cit.*) y Losada (2015, *op. cit.*). Se asume que los inversores invierten a un horizonte de siete años.

12 En el caso de los fondos que están dados de baja, su índice de referencia se ha determinado mediante otro procedimiento que se desarrolla más adelante en el texto.

añadiendo las comisiones en línea con lo establecido en Cohen *et al.* (2005<sup>13</sup>). La comisión anual se ha dividido entre 12 y se ha sumado cada mes a los rendimientos en cada uno de los años.

Para poder distinguir entre la aportación al rendimiento del fondo que proviene de la capacidad de gestión y el esfuerzo de los gestores y la que se obtiene de las estrategias pasivas, es importante determinar qué índice de renta variable sigue el fondo. Como se ha señalado previamente, siempre que existió esa posibilidad, esta información se obtuvo del folleto del fondo. Cuando no fue posible, se escogió el índice mediante un método de selección; en concreto, uno basado en regresiones lineales<sup>14</sup>. Así, en el caso de estos fondos, se regresó su rendimiento contra el rendimiento de cada uno de los posibles índices, ambos en exceso sobre el rendimiento libre de riesgo a corto plazo. Una vez obtenidos los resultados, se seleccionó el índice que maximizaba el valor del estadístico R<sup>2</sup>. Con el objetivo de que la metodología fuera robusta, los fondos cuyas regresiones no alcanzaron al menos un 80 % en su R<sup>2</sup> fueron omitidos.

En total se consideraron 12 posibles índices como adecuados para los fondos de renta variable analizados. Estos índices fueron: Eurostoxx 50, IGBM, Ibex 35, Ibex Medium Caps, Ibex Small Caps, 50 % Ibex Small Caps-50 % Ibex Medium Caps, MSCI Spain, 50 % Ibex 35-50 % Eurostoxx 50, MSCI EMU Small Caps, Stoxx Mid 200, 50 % Ibex 35-50 % Ibex Medium Caps y Stoxx 600.

Finalmente, los datos sobre el activo libre de riesgo —en este caso, la rentabilidad de las letras del Tesoro a 1-3 meses— también se obtuvieron de Datastream.

El cuadro 1 muestra un resumen de estadística descriptiva para los datos utilizados en el análisis empírico.

## Estadística descriptiva de la base de datos

CUADRO 1

	Media	Desviación estándar
Patrimonio fondos de inversión (millones de euros)	53,4	108,2
Rentabilidad fondos de inversión (% anual)	2,76	20,82
Rentabilidad índices de renta variable (% anual)	5,52	19,08
Comisiones de los fondos (% anual)	1,99	0,81
Rentabilidad activo libre de riesgo (% anual)	3,07	2,26
Número de observaciones		31.212
Número de fondos		228

Fuente: CNMV, AEB, CECA y UNACC.

13 Véase Cohen, R., Coval, J. y Pastor, L. (2005). «Judging fund managers by the company they keep», en *Journal of Finance*, Vol. LX, pp. 1.057-1.096.

14 Los métodos de selección de los índices de renta variable para los fondos constituyen una tarea difícil, independientemente de que la selección se realice basándose en métodos de regresión o en características del propio fondo. Chan, L., Dimmock, S. y Lakonishok, J. (2009). «Benchmarking money manager performance: issues and evidence», en *Review of Financial Studies*, Vol. 22, pp. 4.453-4.499; y Sensoy, B.A. (2009). «Performance evaluation and self-designated benchmark indices in the mutual fund industry», en *Journal of Financial Economics*, Vol. 92, pp. 25-39, son ejemplos de diferentes metodologías para la selección de índices.

## 3 Modelo empírico y resultados

### 3.1 Modelo

El marco empírico utilizado para analizar los datos descritos es el desarrollado por Kojien (2014). Este autor propuso un modelo dinámico de inversión óptima para los gestores de fondos con el que se puede estimar la distribución de la capacidad de gestión, de la aversión al riesgo y del esquema de rentas en cualquier mercado de fondos de inversión de renta variable.

Para calcular los parámetros anteriormente descritos, se modeliza el comportamiento de cada uno de los gestores que participan en la gestión de los fondos considerados, resolviendo el problema de optimización correspondiente<sup>15</sup>. En este caso, se trata de maximizar el pago esperado a lo largo del periodo de inversión considerado, concretamente un año natural. Para ello, los gestores deben decidir qué parte de su patrimonio va a estar invertida en replicar un índice de renta variable y qué parte se va a destinar a construir una cartera alternativa. La segunda es la que se va a considerar como la cartera activa. Los gestores, además de decidir su tamaño, deben también determinar cuál va a ser su volatilidad. Así, dadas las preferencias sobre el riesgo de los gestores y sus esquemas de incentivos, encontrarán óptimo un determinado tamaño de su cartera activa, además de una volatilidad para esta. Cuanta mayor aversión al riesgo muestren, menores serán el tamaño y el riesgo de la cartera. Este mismo comportamiento de los gestores se repite cuando su remuneración depende en gran medida del patrimonio del fondo al principio del periodo de inversión y no del rendimiento y de las nuevas suscripciones que se produzcan.

Una característica importante de esta modelización es que se puede reescribir en términos de una regresión tipo CAPM. A partir de los coeficientes que se determinen y que definen a los gestores (capacidad de gestión, aversión al riesgo y esquema de incentivos), se pueden estimar las alfas y las betas para cada uno de los fondos. Existen, sin embargo, dos diferencias importantes con respecto al modelo tradicional. La primera, es que las alfas y betas de este modelo son dinámicas y fluctúan a lo largo del tiempo, mientras que las del modelo CAPM son estáticas. La segunda radica en que la estimación de las alfas y betas incorpora momentos de segundo orden que se derivan del problema de maximización de los gestores de fondos antes descrito. Esta combinación de momentos tiene como resultado una estimación más precisa.

La estrategia econométrica utilizada para definir los parámetros de interés proviene de Cox y Huang (1989<sup>16</sup>). El modelo se ha estimado por máxima verosimilitud. En este contexto, esto quiere decir que, dados los resultados del modelo desarrollado y los datos para cada uno de los fondos, se han calculado los valores para los parámetros que determinan una mayor probabilidad. Mediante este método se tuvieron en cuenta para los gestores de cada fondo: la capacidad de gestión, la aversión al riesgo y su esquema de incentivos salariales. Una vez determinados estos parámetros,

---

15 Este marco empírico se explica con todo detalle en Kojien (*op. cit.*) y Losada (2016, *op. cit.*).

16 Véase Cox, J. y Huang, C. (1989). «Optimal consumption and portfolio policies when asset prices follow a diffusion process», en *Journal of Economic Theory*, Vol. 49, pp. 33-83.



como se ha explicado anteriormente, se han calculado el alfa y beta de cada uno de los fondos considerados en la base de datos. El último paso de la estrategia empírica fue calcular cuál es la distribución estadística de cada uno de estos parámetros para la población de fondos analizados.

### 3.2 Resultados

En la primera etapa de la estimación, mediante un sencillo modelo de regresión, se obtuvo una relación entre los flujos de entrada y salida de dinero de los fondos y su rendimiento. De esta estimación se deduce que por cada 1 % que el fondo supere a su índice de referencia, este fondo recibirá unas suscripciones netas del 0,82 % de su patrimonio.

Dados estos parámetros, que relacionan rendimiento y flujos netos de suscripción de los fondos, se obtuvieron para cada uno de ellos unas estimaciones de los parámetros de interés: capacidad de gestión, aversión al riesgo y el parámetro que define el esquema salarial. Las estimaciones fueron significativas en todos los casos. La tabla 2 resume varios de los datos estadísticos obtenidos de la distribución de sección cruzada de los parámetros para cada uno de los fondos. Se presentan la media y la desviación típica, así como los percentiles 25 (P25), 50 (P50) y 75 (P75).

#### Estimación de parámetros del modelo

CUADRO 2

	Media	Desviación estándar	P25 <sup>2</sup>	P50 <sup>2</sup>	P75 <sup>2</sup>
Capacidad de gestión	0,05	0,04	0,03	0,04	0,05
Aversión al riesgo (CRRRA)	2,52	17,02	0,56	0,73	1,06
Salario variable <sup>1</sup>	62.995,3	104.655,0	0,91	1,45	2,12
Corr(Cap gest, Avers riesg)= 34,1 %; Corr(Cap gest, Sal var)= 9,8 %; Corr(Avers riesg, Sal Var)= -0,8 %					

Fuente: Elaboración propia.

- 1 El parámetro que recoge el salario variable se debe interpretar como el porcentaje que representa el salario variable con respecto al salario fijo que cobran los gestores. Este parámetro puede ir de cero a infinito y alcanza valores elevados cuando el salario fijo es muy pequeño.
- 2 Valores máximos que corresponden al 25 % (P25), 50 % (P50) y 75 % (P75), respectivamente, de la población con valores menores para las variables consideradas.

La estimación del parámetro que recoge la capacidad de gestión tiene como media 0,05, una mediana de 0,03 y una distribución escorada hacia la derecha. Su desviación estándar es 0,04, lo que manifiesta que existe heterogeneidad en la capacidad de gestión entre las gestoras españolas. Estos resultados contrastan con los obtenidos por Kojien (2014) para el mercado de Estados Unidos. Este autor encontró que la media para ese mercado se situaba en 0,12 y la desviación estándar era de 0,13. Aunque estos dos mercados no se analizaron utilizando el mismo periodo muestral, la disparidad entre ambos merece una explicación más elaborada.

El factor más evidente que puede explicar la diferencia es que los inversores de Estados Unidos podrían disfrutar de unos fondos cuyos gestores tienen una mayor capacidad. También podría ser la consecuencia de un bajo nivel de competencia en

el mercado de fondos español, como se señala en Cambón y Losada (2014) y Losada (2015). Las gestoras no tendrían incentivos para competir en capacidad de gestión pero sí en otras dimensiones, como ofertar una gran variedad de fondos de inversión<sup>17</sup>. El otro componente para explicar la diferencia entre capacidades se podría encontrar en los mercados de renta variable en los que invierten los fondos analizados, principalmente el mercado español y el europeo de empresas de gran capitalización. Estos mercados se pueden considerar estrechos, en el sentido de que resulta difícil construir una cartera alternativa de acciones que no esté correlacionada con el índice de referencia del fondo. Cuesta discernir cuál de estas razones es la principal causa de la baja capacidad de las gestoras españolas que se refleja en los datos. Sin embargo, aunque se podría argumentar que existe un problema de falta de competencia en la industria de los fondos de inversión en España, este es menor en el subsector de fondos de inversión de renta variable.

Otro de los resultados de la estimación es que la media del coeficiente de aversión al riesgo (CRRA) es de 2,52 y su mediana 0,73. En comparación con Kojen (2014), las gestoras españolas son menos contrarias al riesgo. Los resultados muestran cómo las alfas de los fondos, que normalmente se interpretan como una medida de la capacidad de gestión, en realidad son función de dos parámetros: capacidad de gestión y aversión al riesgo. El coeficiente de variación de ambos parámetros —que se define como la desviación estándar dividida por la media— es de 1,2 para la capacidad de gestión y de 6,7 para el coeficiente de aversión al riesgo. Esto sugiere que la heterogeneidad en las alfas podría deberse a la diversidad de las preferencias sobre el riesgo, especialmente para las gestoras con un alto coeficiente de aversión al riesgo.

La estimación del parámetro que muestra el peso de la parte del salario variable de los gestores con respecto al fijo tiene una media y una desviación estándar que se pueden considerar altas. Esto se debe a que, para aproximadamente el 2 % de los fondos, la estimación del parámetro es mayor que 1.000 e implica que, para estos fondos, el salario fijo es solo una parte muy pequeña del salario total. En cambio, los cuartiles de la sección cruzada muestran unas estimaciones para este parámetro notablemente menores en la mayoría de los fondos analizados. Para el fondo mediano, se calcula un salario variable que supone un 60 % del salario total. Esta ratio solo aumenta hasta el 66 % para el fondo situado en el tercer cuartil. Si se comparan estos resultados con los de Kojen (2014), la dispersión del componente variable del salario de los gestores para la mayoría de los fondos (hasta el tercer cuartil) es menor en el mercado español. Esto muestra que en España los esquemas de compensación no son tan dependientes de la capacidad de gestión y de la aversión al riesgo como en Estados Unidos. Esta baja dependencia se muestra en la correlación entre el parámetro que determina la parte variable del salario y la capacidad del gestor, tal como se refleja en el cuadro 2.

Este mismo cuadro también muestra la correlación entre la capacidad de gestión y la aversión al riesgo. Esta correlación es del 34,1 %, un porcentaje que se puede considerar sustancial. Parte de ella podría ser deberse a un error en la estimación. Otra

---

17 Es importante señalar que en Cambón y Losada (*op. cit.*) se mostraba que el subsector de fondos de renta variable era más competitivo que el mercado de fondos monetarios y de renta fija.

explicación complementaria sería que es resultado del comportamiento de algunos gestores capacitados, cuyos fondos disfrutaban de una rentabilidad superior a la del índice y que deciden bajar su exposición al riesgo al final del periodo de inversión<sup>18</sup>. Este comportamiento no es nuevo en la literatura de incentivos y se lo conoce como *ratchet effect*.

Los cuadros 3 y 4 recogen las estimaciones de los mismos parámetros reflejados en el cuadro 2, pero distinguiendo entre gestoras independientes y aquellas que pertenecen a entidades de crédito. Las estimaciones de los parámetros de capacidad de gestión indican que ambos tipos de gestoras ostentan unas capacidades similares. Como se muestra en Cambón y Losada (2014), las gestoras independientes disfrutaban de una cuota de mercado del 32,8 % y están especialmente presentes en el mercado mayorista. Esta evidencia soporta la hipótesis de que la estrechez de los mercados de renta variable en los que invierten los gestores es la explicación más plausible a los niveles de capacidad notablemente más bajos que se observan, en comparación con los obtenidos por Kojien (2014) para Estados Unidos.

### Estimación de parámetros del modelo: gestoras de entidades de crédito CUADRO 3

	Media	Desviación estándar	P25 <sup>2</sup>	P50 <sup>2</sup>	P75 <sup>2</sup>
Capacidad de gestión	0,05	0,05	0,03	0,04	0,05
Aversión al riesgo (CRRA)	1,59	4,79	0,60	0,78	1,20
Salario variable <sup>1</sup>	15.511,3	200.548,4	0,89	1,40	1,94

Corr(Cap gest, Avers riesg)= 8,9 %; Corr(Cap gest, Sal var)= 0,5 %; Corr(Avers riesg, Sal Var)= -2,0 %.

Fuente: Elaboración propia.

- 1 El parámetro que recoge el salario variable se debe interpretar como el porcentaje que representa el salario variable con respecto al salario fijo que cobran los gestores. Este parámetro puede ir de cero a infinito y alcanza valores elevados cuando el salario fijo es muy pequeño.
- 2 Valores máximos que corresponden al 25 % (P25), 50 % (P50) y 75 % (P75), respectivamente, de la población con valores menores para las variables consideradas.

### Estimación de parámetros del modelo: gestoras independientes CUADRO 4

	Media	Desviación estándar	P25 <sup>2</sup>	P50 <sup>2</sup>	P75 <sup>2</sup>
Capacidad de gestión	0,05	0,04	0,03	0,04	0,06
Aversión al riesgo (CRRA)	4,33	28,46	0,50	0,65	0,86
Salario variable <sup>1</sup>	3,04	6,26	1,03	1,55	2,41

Corr(Cap gest, Avers riesg)= 65,4 %; Corr(Cap gest, Sal var)= -4,5 %; Corr(Avers riesg, Sal Var)= -6,4 %.

Fuente: Elaboración propia.

- 1 El parámetro que recoge el salario variable se debe interpretar como el porcentaje que representa el salario variable con respecto al salario fijo que cobran los gestores. Este parámetro puede ir de cero a infinito y alcanza valores elevados cuando el salario fijo es muy pequeño.
- 2 Valores máximos que corresponden al 25 % (P25), 50 % (P50) y 75 % (P75), respectivamente, de la población con valores menores para las variables consideradas.

18 Aquí se ha considerado un año natural como el periodo de inversión para los gestores de fondos.

También se puede observar, especialmente en las estimaciones correspondientes a los cuartiles, que la mayoría de las gestoras independientes son menos contrarias al riesgo y que sus esquemas de incentivos recompensan en mayor medida las rentabilidades y suscripciones netas derivadas de la gestión de activos. El otro aspecto que merece destacarse es la diferencia en la correlación entre la capacidad de gestión y la aversión al riesgo. La estimación para las gestoras independientes pone de manifiesto una correlación del 65,4 %, mientras que esta es del 8,9 % para el otro tipo de gestoras. Esta diferencia refleja el hecho de que los incentivos difieren para ambos tipos de gestoras. El *ratchet effect* es menos importante para las que pertenecen a entidades de crédito. Esto se puede deber a que sus inversores son más leales. Parece menos probable que sus inversores reembolsen sus participaciones en un fondo después de que se produzca una mala rentabilidad, en comparación con el comportamiento de los inversores de las gestoras independientes.

Una de las características del modelo es que una vez estimados los parámetros descritos anteriormente, se pueden construir versiones dinámicas de las alfas y las betas, que son comparables con las que se podrían conseguir de las regresiones tipo CAPM tradicionales. En el cuadro 5, se muestra la distribución de la sección cruzada de las alfas y betas obtenidas mediante el modelo estimado en este artículo y las calculadas mediante las regresiones lineales tradicionales.

### Estimaciones de parámetros $\alpha$ y $\beta$

CUADRO 5

Modelo Kojien (2014)					
	Media	Desv. est.	P25 <sup>1</sup>	P50 <sup>1</sup>	P75 <sup>1</sup>
$\alpha$	0,34 %	0,47 %	0,10 %	0,18 %	0,40 %
$\beta$	0,94	0,17	0,85	0,94	1,02
Regresiones lineales tipo CAPM					
	Media	Desv. est.	P25	P50	P75
$\alpha$	2,43 %	3,14 %	0,81 %	2,66 %	3,86 %
$\beta$	0,89	0,11	0,81	0,90	0,98

Fuente: Elaboración propia.

1 Valores máximos que corresponden al 25 % (P25), 50 % (P50) y 75 % (P75), respectivamente, de la población con valores menores para las variables consideradas.

Se deriva del cuadro 5 que las estimaciones del modelo de Kojien (2014) para las alfas son menores, mientras que las estimaciones para las betas son mayores. El modelo base de este artículo asigna una mayor dependencia entre los rendimientos de los fondos y los de sus índices de referencia. Este resultado podría recoger algunas relaciones no lineales que el modelo CAPM no puede capturar, al incluir momentos de segundo orden en la estimación. Esto podría explicar, al menos en parte, por qué el modelo de Kojien (2014) determina unas alfas menores para los fondos analizados. Así, si las estimaciones de este modelo fueran correctas, se podrían extraer dos consecuencias. Primera: los resultados de los fondos de inversión que provienen de la cartera activa son muy pequeños<sup>19</sup>; segunda: una de las razones del

19 Estos resultados estarían en línea con la literatura previa sobre los resultados de los fondos de inversión españoles. Véanse Ferrando y Lassala (*op. cit.*), Basarrate y Rubio (*op. cit.*), Matallín y Fernández (*op. cit.*), Menéndez y Álvarez (*op. cit.*), Martínez (*op. cit.*) y Palacios (*op. cit.*).

pobre rendimiento de la cartera activa es que es más pequeña de lo que se podría inferir de los resultados de las regresiones lineales tipo CAPM.

Tal como se expuso en la introducción, existe un debate sobre si los gestores de fondos de inversión realizan una gestión activa de sus carteras o simplemente se dedican a replicar un índice. La literatura académica no ha estudiado en profundidad los incentivos de los gestores para realizar una gestión activa. La mayoría de los artículos relacionados con esta cuestión se han centrado en ver si los fondos considerados activos obtenían un mayor rendimiento que sus índices de referencia. Por ejemplo, Dyck *et al.* (2013<sup>20</sup>) encontraron evidencia de que la gestión activa obtenía mejores resultados que la gestión pasiva en los mercados emergentes. En concreto, estimaron en más de 180 puntos básicos la rentabilidad extra en el periodo 1993-2008<sup>21</sup>. En contraste con el resultado anterior, en el mercado de Estados Unidos, la gestión activa obtenía peores resultados que la estrategia de replicar un índice. Sin embargo, estos artículos no analizaban las razones por las que un gestor se puede involucrar en realizar una gestión activa.

Uno de los pocos artículos que estudia estos incentivos es el de Cremers y Petajisto (2009<sup>22</sup>). En él se analiza lo activos que fueron los gestores de fondos de Estados Unidos en el periodo 1980-2003. Aunque, tradicionalmente, la gestión activa se había medido a través de errores de seguimiento (*tracking errors*), estos autores añadieron al análisis una comparación entre los componentes de la cartera de los fondos y los componentes de sus índices de referencia. De esta manera, introdujeron una nueva medida *ex ante* del tamaño de la cartera de referencia, al separar la cartera del fondo en dos subcarteras: una que es una réplica del índice al que sigue y la otra que se puede interpretar como activa. Entre sus principales resultados, encuentran una evidencia débil de que los fondos de menor tamaño son más activos, mientras que no hallan una relación significativa entre el tamaño de la cartera activa y las comisiones que se cargan a los inversores finales.

Mediante el modelo econométrico utilizado en este artículo, se puede también evaluar lo activos que son los gestores de fondos españoles. De la estimación del modelo se puede extraer la volatilidad de la cartera activa de cada uno de los fondos. Una vez se calculan esas volatilidades, es fácil saber cuál es el porcentaje que suponen sobre el total de volatilidad de la cartera del fondo. De media, la volatilidad de la cartera activa representa un 28,7 % del total de la volatilidad soportada por el fondo, con una desviación típica del 14,8 %.

Los cuadros 6 y 7 muestran, respectivamente, la relación entre el tamaño de la cartera activa y las comisiones pagadas al fondo, y entre el tamaño de la cartera activa y el patrimonio de los fondos. Del cuadro 6 se deriva que no existe una relación estadística entre el tamaño de la cartera activa y las comisiones pagadas por los inversores.

---

20 Véase Dyck, A., Lins, K. y Pomorski, L. (2013). «Does active management pay? New international evidence», en *Review of Assets Pricing Studies*, Vol. 3, pp. 200-228.

21 Otros artículos relacionados son Wermers, R. (2000). «Mutual fund performance: an empirical decomposition into stock-picking talent, style, transactions costs, and expenses», en *Journal of Finance*, Vol. LX, pp. 1.655-1.695; o Kacperczyk, M., Sialm, C. y Zheng, L. (2005). «On industry concentration of actively managed equity mutual funds», en *Journal of Finance*, Vol. LX, pp. 1.983-2.011.

22 Véase Cremers, M. y Petajisto, A. (2009). «How active is your fund manager? A new measure that predicts performance», en *Review of Financial Studies*, Vol. 22, pp. 3.329-3.365.

**Resultados de la estimación: tamaño de la cartera activa vs. comisiones**

CUADRO 6

	Coef.	Desviación estándar	p-valor
Constante	0,25	0,03	0,00
Regresor: comisiones	1,87	1,24	0,13
Test F (p-valor)		0,13	
R <sup>2</sup>		0,01	
Número de observaciones		227	

Fuente: Elaboración propia.

**Resultados de la estimación: tamaño de la cartera activa vs. patrimonio**

CUADRO 7

	Coef.	Desviación estándar	p-valor
Constante	0,31	0,01	0,00
Regresor: patrimonio	-3,43 * 10 <sup>-7</sup>	1,44 * 10 <sup>-7</sup>	0,02
Test F (p-valor)		0,02	
R <sup>2</sup>		0,025	
Número de observaciones		220	

Fuente: Elaboración propia.

En cambio, el cuadro 7 muestra que existe una dependencia débil entre el tamaño de la cartera y el patrimonio de los fondos. Solo cuando el patrimonio de los fondos se sitúa por encima de los 100 millones de euros se espera que el tamaño de la cartera activa sea pequeño. Los resultados de estas dos regresiones están en línea con la evidencia encontrada en Cremers y Petajisto (2009).

Además de estudiar estas dos relaciones, el modelo econométrico utilizado también permite analizar dos nuevos tipos de relaciones. La primera, entre el tamaño de la cartera activa y la capacidad de gestión de las gestoras de fondos de inversión. La otra sería entre el tamaño de la cartera activa y el tipo de gestora a cargo del fondo (independiente o no). Para poder establecer cuál es la relación empírica entre estas variables, se presentan dos nuevas regresiones en los cuadros 8 y 9.

**Resultados de la estimación: tamaño de la cartera activa vs. capacidad**

CUADRO 8

	Coef.	Desviación estándar	p-valor
Constante	0,21	0,01	0,00
Regresor: Capacidad de gestión	1,40	0,20	0,00
Test F (p-valor)		0,00	
R <sup>2</sup>		0,17	
Número de observaciones		227	

Fuente: Elaboración propia.

**Resultados de la estimación: tamaño de la cartera activa vs. tipo de gestora**

CUADRO 9

	Coef.	Desviación estándar	p-valor
Constante	0,34	0,01	0,00
Regresor: Tipo de gestora	-0,07	0,02	0,13
Test F (p-valor)		0,00	
R <sup>2</sup>		0,06	
Número de observaciones		227	

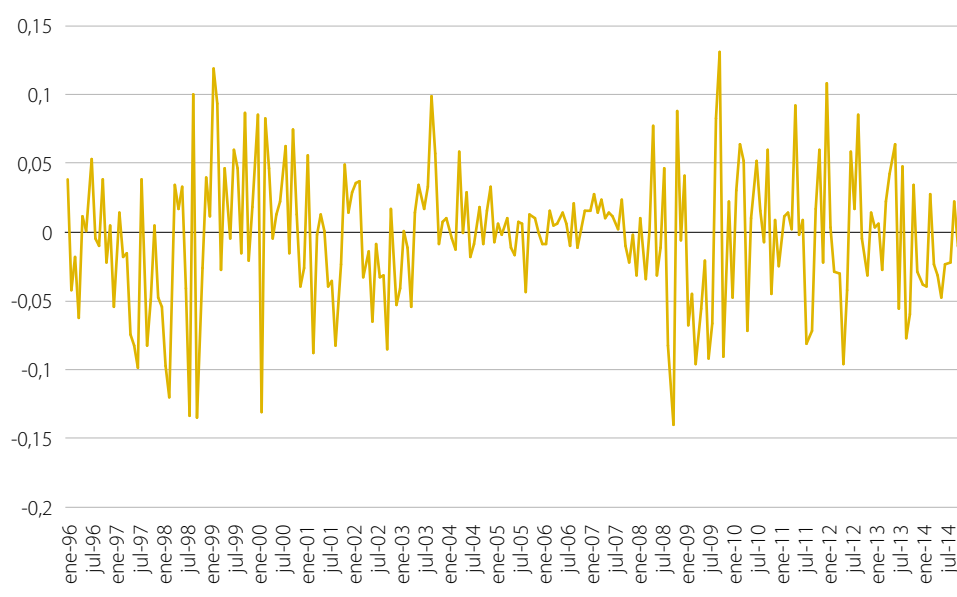
Fuente: Elaboración propia.

En el cuadro 8, se puede observar que a mayor capacidad de gestión por parte de las gestoras, mayor es el tamaño de la cartera de gestión activa. Este resultado parece natural: los gestores intentan utilizar su potencial y talento para gestionar carteras activas más grandes. Por su parte, en el cuadro 9, los resultados de la regresión (se ha regresado la capacidad de gestión sobre una variable dicotómica que toma valor 1 cuando la gestora pertenece a una entidad de crédito y 0 cuando es independiente) resaltan cómo, de media, las gestoras que pertenecen a entidades de crédito deciden para las carteras de sus fondos una composición en la que el componente activo es menor. Debido a que este tipo de gestoras disfrutan de unas mayores cuotas de mercado, no encuentran necesario correr el riesgo de gestionar grandes carteras activas y prefieren mantener un comportamiento de su cartera más cercano al del índice. Este resultado podría ser un indicio de que este tipo de gestoras disfrutan de poder de mercado. Si bien, como se muestra en Cambón y Losada (2014), este poder de mercado podría ser menor del que tienen en otros segmentos del mercado de fondos de inversión.

Además de los resultados descritos hasta ahora, el modelo econométrico estimado también permite recuperar los rendimientos de la cartera activa. Esto, a su vez, hace posible calcular la correlación entre pares de los rendimientos de las carteras activas de los fondos en cada uno de los años de la muestra. La media de las correlaciones es cercana al 20 %. Esta correlación se puede considerar baja, aunque es notablemente mayor que los datos del 5 % que se señalan en Kojien (2014) para el mercado de Estados Unidos.

Una posible explicación para esta diferencia se podría, de nuevo, atribuir a que el mercado español de renta variable y de valores europeos de gran capitalización es notablemente más estrecho que su homónimo en Estados Unidos. Dadas las características del mercado español, la correlación hallada es congruente con la evidencia mostrada en Cremers y Petajisto (2009), donde se expone que las apuestas activas de los gestores tienden a anularse en el agregado.

Con el objetivo de mostrar la dinámica de las rentabilidades de la cartera activa, se calculó la media de las diferencias en las rentabilidades de los fondos de un mes a otro. En el gráfico 1 se muestra la media móvil a 12 meses de la serie temporal que va desde enero de 1995 a diciembre de 2014. Este periodo cubre dos crisis que afectaron al mercado de renta variable español. La primera, a principios de los años 2000, que fue el estallido de la burbuja punto-com. La segunda comenzó en 2008 y cubre el periodo que se ha denominado la «Gran Recesión».



Fuente: Elaboración propia.

Contrariamente a Kosowski (2006<sup>23</sup>), Kacperczyk *et al.* (2010) y Koijen (2014), que encontraron evidencia de que los fondos de inversión en Estados Unidos obtienen mejores resultados que sus índices de referencia en los momentos de recesión, en este artículo no se encuentra esa evidencia. Este resultado podría ser la consecuencia de uno de los siguientes argumentos (o de los dos): el primero es que las gestoras no sienten una presión suficiente para superar con un mayor esfuerzo los rendimientos de los índices durante las recesiones. El segundo argumento posible es que, en periodos de recesión, no existen suficientes valores de renta variable alternativos al índice con los que tratar de superarlo.

## 4 Conclusiones

En este artículo se ha realizado la estimación de un modelo econométrico basado en Koijen (2014) para los fondos de renta variable españoles que han invertido, bien en el mercado de renta variable español, bien en mercados europeos, en el periodo comprendido entre 1995 y 2014. Mediante este modelo se pueden obtener estimaciones de parámetros que miden la capacidad de gestión, la aversión al riesgo y el esquema de salarios de los gestores de fondos (proporción de salario variable sobre el fijo).

Como se muestra en Koijen (2014) para el mercado de Estados Unidos, los resultados del modelo permiten concluir que las alfas de los fondos no solo dependen de la

23 Véanse Kosowski, R. (2006). *Do mutual funds perform when it matters most to investors? Mutual fund performance and risk in recessions and expansions*. Tanaka Business School Working Paper, Imperial College of London; y Kacperczyk, M., Van Nieuwerburgh, S. y Veldkamp, L. (2010). *Attention Allocation over the Business Cycle*. NYU Stern Working Paper.



capacidad de gestión, sino que también lo hacen de las preferencias sobre el riesgo de los gestores, así como de su esquema de salarios. Debido a la heterogeneidad encontrada en los parámetros que definen a los gestores, se puede determinar que las alfas no son una medida afinada para evaluar la capacidad de gestión de los gestores de renta variable en el mercado español.

Al comparar la media de la capacidad de gestión con la del mercado de Estados Unidos, se puede observar como esta última es más alta. Esta diferencia podría deberse a la combinación de dos efectos. El primero es una menor competencia en el sector de fondos de inversión español, como se evidencia en Cambón y Losada (2014) y Losada (2015), aun cuando, dentro del mercado de fondos nacional, el segmento de renta variable es el más competitivo, al contar con un mayor número de gestoras independientes. El otro motivo se puede encontrar en la mayor estrechez del mercado español de renta variable y del mercado europeo de acciones de gran capitalización. A los gestores podría resultarles difícil construir carteras alternativas que les permitan conseguir mejores rendimientos para sus fondos, lo que propicia que se limiten simplemente a replicar un índice.

En este artículo también se ha evaluado la diferencia en la capacidad de gestión entre las gestoras independientes y las que pertenecen a entidades de crédito. Se encontró que no había una diferencia significativa entre ambos tipos de gestoras. Sin embargo, hay evidencia de que sus gestores están sujetos a un esquema de remuneración diferente a la hora de decidir sus carteras. Debido a que los inversores de las gestoras independientes son menos fieles, estos gestores tienen incentivos para suavizar los rendimientos de sus fondos en comparación con los de los índices. Con la utilización de esta estrategia, las gestoras están minimizando la probabilidad de que sus inversores reembolsen su dinero. Las gestoras no independientes no necesitan suavizar sus rendimientos, debido a que sus inversores son más fieles y toleran una mayor volatilidad.

Cuando se comparan los resultados del modelo utilizado en este artículo con regresiones tipo CAPM sobre los rendimientos de los fondos, las alfas obtenidas en las regresiones tipo CAPM son mayores, mientras que las betas son menores. El modelo de referencia del artículo asigna una mayor dependencia entre los resultados de los fondos y los índices a los que siguen. Este resultado podría estar recogiendo una relación no lineal que los modelos lineales tipo CAPM no pueden capturar. Por tanto, si las estimaciones del modelo fueran correctas, implicarían dos consecuencias. La primera: que los fondos de renta variable obtienen una rentabilidad media que apenas supera la del índice de referencia. La segunda: que una de las principales razones que explican ese pobre rendimiento es que el tamaño de la cartera activa que se deduce de este enfoque es menor que el que se deriva de las regresiones tipo CAPM.

Recientemente se ha suscitado en algunos países escandinavos y en la Comisión Europea un debate sobre si los gestores de fondos de renta variable realizan realmente una gestión activa de sus carteras. Este artículo evalúa el grado de activismo de los gestores en el mercado español, estimando la contribución de la parte gestionada activamente a la volatilidad de la cartera total del fondo. Esta contribución supone, de media, el 28,7 % de la volatilidad total del fondo, con una desviación típica del 14,8 %.

Además de estas medidas, el análisis realizado permite establecer qué relaciones existen entre el tamaño de la cartera activa de los fondos y diferentes características tanto de estos como de sus gestoras: las comisiones que pagan los inversores, el patrimonio gestionado, la capacidad de gestión y el tipo de gestora (independiente o no). Respecto a la primera, no se encontró relación entre el tamaño de la cartera activa y las comisiones pagadas por los inversores. Respecto a la segunda característica, existe una débil relación negativa entre el tamaño de la cartera activa y el patrimonio del fondo. Solo cuando el patrimonio es superior a los 100 millones de euros, se espera que el tamaño de la cartera activa sea pequeño. Estos dos resultados están alineados con la literatura previa. En cuanto a las otras dos características, se encontró que el tamaño de la cartera activa de un fondo es mayor cuanto mayor capacidad tiene su gestora y que la cartera activa es mayor para los fondos de gestoras que son independientes.

Finalmente, los resultados del modelo estimado también permiten evaluar el rendimiento de la cartera activa en épocas de recesión. Una parte de la literatura previa mostraba que los fondos de renta variable tienden a comportarse mejor en épocas de recesión, al superar el rendimiento de sus índices. De acuerdo con el análisis realizado, esto no sucede en el mercado español. Este resultado podría ser la consecuencia de alguna de las siguientes razones: i) que, aunque es muy probable que este tipo de fondos sufran reembolsos durante las recesiones, las gestoras no sientan una presión suficiente para evitarlos mediante un mayor esfuerzo en la gestión; y ii) que al operar en mercados de renta variable donde no cotizan un número elevado de emisores, no existan suficientes acciones de empresas que puedan utilizarse como alternativa a la inversión en el índice.

### **III Anexo legislativo**



Desde la publicación del último *Boletín de la CNMV* se han producido las siguientes novedades legislativas:

## Normativa nacional

- **Circular 2/2016, de 2 de febrero**, del Banco de España, a las entidades de crédito, sobre supervisión y solvencia, que completa la adaptación del ordenamiento jurídico español a la Directiva 2013/36/UE y al Reglamento (UE) n.º 575/2013.

La circular constituye otro de los pasos que se han dado en España para la adaptación a nuestro ordenamiento jurídico de las cuestiones más urgentes de la Directiva 2013/36/UE, tras i) el Real Decreto-ley 14/2013, de 29 de noviembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de supervisión y solvencia de entidades financieras; ii) la Circular 2/2014, de 31 de enero, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias contenidas en el Reglamento (UE) n.º 575/2013, modificada en cuanto al tratamiento de la deducción de los activos intangibles durante el periodo transitorio por la Circular 3/2014, de 30 de julio, del Banco de España; iii) la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito; y iv) el Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.

La circular supone la refundición y sistematización en un solo texto de normativa dispersa, lo que mejora la calidad de la regulación bancaria española y la adapta a todos los requerimientos derivados de la puesta en marcha, a través del Reglamento (UE) n.º 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013, del Mecanismo Único de Supervisión Europea (MUS), actualmente compuesto por el Banco Central Europeo (BCE) y las autoridades nacionales competentes —entre las que se encuentra el Banco de España— y que compone uno de los tres pilares de la Unión Bancaria, junto al «Mecanismo Único de Resolución» recientemente creado y al sistema de garantía de depósitos armonizado que todavía está en fase de desarrollo.

Esta circular entró en vigor el día siguiente a su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

- **Circular 1/2016, de 16 de marzo**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se establecen los requisitos para eximir a determinadas sociedades emisoras de acciones exclusivamente negociadas en un sistema multilateral de negociación de solicitar su admisión a negociación en un mercado regulado.

El 7 de abril entró en vigor esta circular, que tiene por objeto determinar las excepciones a la conocida como «Ley Ascensor». Esto es, establecer los requisitos para poder eximir a determinadas sociedades emisoras de acciones negociadas exclusivamente en un sistema multilateral de negociación (SMN) —el MAB, por ejemplo— de la obligación de solicitar la admisión en un mercado

oficial cuando tengan una capitalización superior a 500 millones de euros durante un periodo continuado superior a seis meses.

La circular introduce dos excepciones:

- Excepción general.
  - i) Para sociedades de naturaleza estrictamente financiera o de inversión (IIC reguladas por la Ley 35/2003, ECR y otras entidades reguladas por la Ley 22/2014 y las SOCIMI).
  - ii) Con una capitalización mayor de 500 millones de euros durante un periodo continuado superior a seis meses.
  - iii) Con un umbral de difusión menor al 25 % de las acciones. Para el cálculo de este umbral se excluirán la autocartera, las acciones de los consejeros y las participaciones inferiores al 3 %.

Esta exención se mantendrá mientras se cumpla este último requisito.

- Excepción adicional para IIC cuando impera la contratación a valor liquidativo.

En función de la modalidad de contratación de sus acciones en el SMN, las IIC reguladas en la Ley 35/2003 podrán beneficiarse de una excepción adicional. El fundamento de esta excepción es que, cuando impera la contratación a valor liquidativo (donde el precio está determinado normativamente), las garantías que pudieran resultar de la cotización en las bolsas de estas IIC se hacen innecesarias.

Como requisitos para acogerse a esta excepción, durante el periodo continuado superior a seis meses en el que se haya superado el umbral de capitalización, ha de concurrir cualquiera de las siguientes circunstancias:

- i) Que la contratación a través del sistema de fijación de precios mediante la confluencia de oferta y demanda sea menor al 50 % del volumen total negociado y que el resto se haya contratado a valor liquidativo.
- ii) Que las operaciones realizadas a través del sistema de fijación de precios mediante la confluencia de oferta y demanda no se hayan ejecutado a un cambio medio ponderado que difiera en más de un 3 % respecto del valor liquidativo de la IIC el día de la contratación ni en más de un 50 % de las sesiones en que haya habido negociación a través de este sistema.

La entidad rectora del SMN será la encargada de verificar que se cumplen los requisitos para aplicar la excepción general o la excepción adicional.

- **Resolución de 19 de abril de 2016**, del Departamento de Recaudación de la Agencia Estatal de Administración Tributaria, por la que se publica el Convenio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores para la recaudación en vía ejecutiva de las tasas de dicho Ente.
- **Circular 2/2016, de 20 de abril**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de titulización.

Esta circular tiene por objeto regular las normas específicas de contabilidad, las cuentas anuales, los estados financieros públicos y los estados reservados de información estadística de los fondos de titulización.

Deroga:

- i) La Circular 2/2009, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de titulización.
- ii) La Circular 4/2010, por la que se modifica la Circular 2/2009, sobre normas contables cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de titulización.
- iii) La Circular 6/2014, que modifica parcialmente la Circular 2/2009, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de titulización.

La presente circular entró en vigor el día siguiente al de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*. Toda la información bajo el alcance de esta circular que se suministre a la Comisión Nacional del Mercado de Valores con referencia a periodos que finalicen con posterioridad al 1 de octubre de 2016 se ajustará al contenido, forma y sistema de envío establecidos en esta circular.

- **Circular 3/2016, de 20 de abril**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 7/2011, de 12 de diciembre, sobre folleto informativo de tarifas y contenido de los contratos-tipo.

El pasado 30 de abril se publicó la Circular 3/2016, por la que se modifica la Circular 7/2011, de 12 de diciembre, sobre folleto informativo de tarifas y contenido de los contratos-tipo, que entró en vigor el día siguiente a su publicación.

La Circular 3/2016 tiene por objeto modificar la Circular 7/2011 por entender elevadas las cuantías, en algunos casos, de las tarifas de las comisiones fijadas por las entidades para el traspaso de valores, que perjudican el principio de proporcionalidad con la calidad del servicio prestado, pudiendo incluso, en algunos casos, llegar a dificultar la competencia (la tarifa de traspaso no debe tener nunca un carácter penalizador o disuasorio, sino que su objeto, al igual que el del resto de conceptos incluidos en los folletos informativos de tarifas, solo debe ser el de remunerar de forma proporcionada el servicio prestado por la entidad).

Por ello, se ha considerado necesario modificar la Circular 7/2011 en dos aspectos básicos: i) modifica su base de cálculo, con el fin de garantizar la aplicación razonable del principio de proporcionalidad e ii) incluye la posibilidad de repercutir las tasas y cánones por traspasos cobrados por los sistemas de liquidación y registro.

- **Resolución de 20 de abril de 2016**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica el Reglamento de Régimen Interior de la Comisión.

La crisis económica reciente puso de manifiesto la estrecha conexión entre la estabilidad del sistema financiero y los mercados de capitales; en este sentido se modifica el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV, para atribuir explícitamente a la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales las funciones de análisis y seguimiento de las materias de estabilidad financiera relacionadas con los mercados de capitales y la coordinación de las actuaciones en materia macroprudencial, tareas que *de facto* la CNMV ya viene realizando.

Asimismo, se modifica el Reglamento de Régimen Interior respecto de las competencias de la Unidad de Resolución dependiente del Director General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales, ampliando sus funciones a todas las competencias que en materia de resolución correspondan a la CNMV.

También se viene a recoger en el Reglamento de Régimen Interior, con un mayor grado de detalle, determinadas tareas que están desempeñando en la actualidad las distintas direcciones generales. Asimismo, se modifica para encomendar el ejercicio de las funciones de supervisión e inspección de las personas y entidades que infrinjan la reserva de denominación o de actividades de la normativa vigente al Departamento de Inversores, que se integra en la Dirección General del Servicio Jurídico. De la misma forma, se atribuye la Agencia Nacional de Codificación de Valores a la Dirección General de Mercados.

Por último, se sustituyen las remisiones que se hacen en este Reglamento de Régimen Interior a la Ley del Mercado de Valores por las disposiciones correspondientes del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, y se corrige algún error material detectado en la versión anterior.

- **Circular 4/2016, de 27 de abril**, del Banco de España, por la que se modifican la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros, y la Circular 1/2013, de 24 de mayo, sobre la Central de Información de Riesgos.

Esta circular «está adaptada al marco contable establecido por las Normas Internacionales de Información Financiera adoptadas por los reglamentos de la Unión Europea (NIIF)». Como se indica en la norma: «el objetivo de esta circular es la actualización de la Circular 4/2004, principalmente de su Anejo IX, para adaptarla a los últimos desarrollos en la regulación bancaria, manteniendo su plena compatibilidad con el marco contable conformado por las NIIF». La actualización



obedece a varias modificaciones en la regulación bancaria, tornándose conveniente y razonable; modificaciones como la del artículo 39.4 del Código de Comercio, la aprobación del Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre o «la actualización en 2015 de las directrices del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea sobre la gestión y contabilización del riesgo de crédito» son algunos ejemplos.

Respecto de la modificación de la Circular 1/2013, es necesaria de cara a «adaptar sus requerimientos de información a los cambios introducidos en la Circular 4/2004 por la presente circular».

Por último y más concretamente, el cuerpo de la circular consta de las siguientes normas: una primera norma «que introduce modificaciones en varias normas del cuerpo de la Circular 4/2004», una segunda norma con «modificaciones en los Anejos I, III, IV, V y IX de la citada Circular 4/2004», una tercera norma que «modifica el cuerpo de la Circular 1/2013» y una cuarta norma destinada a «modificar los Anejos 1 y 2 de esta última circular». Cuenta también con dos disposiciones transitorias relativas a «la primera aplicación de los nuevos criterios contables y la remisión de estados individuales reservados hasta el 31 de diciembre de 2016, respectivamente», una disposición final relativa a su entrada en vigor y tres anejos.

#### – **Reglamento de la Sociedad de Sistemas.**

El 3 de mayo de 2016 se publicó en el *Boletín Oficial del Estado* este reglamento, que sustituye al Reglamento de Organización y Funcionamiento que, teniendo su origen en un reglamento interno del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, aprobado por su Junta General el 28 de abril de 1992, fue posteriormente modificado y transformado en el Reglamento de la Sociedad de Sistemas, mediante la Orden ECO/689/2003, de 27 de marzo, la Orden EHA/2054/2010, de 26 de mayo, y la Orden ECC/680/2013, de 8 de abril.

El nuevo reglamento se encuadra en el marco de la reforma del sistema español de compensación y liquidación, que fue impulsada por la Ley 32/2011, de 4 de octubre, y culminada con la disposición final primera de la Ley 11/2015, de 18 de junio, con la finalidad de alcanzar una cierta homogeneización de las actividades de poscontratación españolas con aquellas estructuras de nuestros principales socios europeos. Además, dentro del contexto comunitario, el reglamento incorpora las adaptaciones derivadas del Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n.º 236/2012 (Reglamento de Depositarios Centrales de Valores).

El contenido del presente reglamento viene definido por lo previsto en el artículo 101 de la Ley del Mercado de Valores, aprobada por el texto refundido aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre. Además, en cumplimiento de los requisitos exigidos por el artículo 3 c) de la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre Sistemas de Pagos y Liquidación de Valores, el presente reglamento contiene las normas de adhesión y funcionamiento del Sistema de Liquidación de Valores ARCO.

## Normativa europea

- **Directrices sobre instrumentos complejos de deuda y depósitos estructurados, de 4 de febrero de 2016**, European Securities Market Authority (ESMA).

La finalidad de las presentes directrices es especificar las normas para la evaluación de: i) instrumentos de deuda que incorporen una estructura que dificulte al cliente entender el riesgo implicado y ii) depósitos estructurados que incorporen una estructura que dificulte al cliente entender el riesgo sobre el rendimiento o el coste de la desinversión antes del vencimiento.

- **Reglamento Delegado (UE) 2016/592 de la Comisión, de 1 de marzo de 2016**, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la obligación de compensación (entrada en vigor el 09/05/2016).

Este reglamento establece las categorías de derivados extrabursátiles sujetos a la obligación de compensación y la fecha a partir de la cual es obligatoria dicha compensación. Entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

- **Directrices para la evaluación de los conocimientos y competencias, de 22 de marzo de 2016**, European Securities Market Authority (ESMA).

El objeto de estas directrices es establecer los criterios para evaluar los conocimientos y competencias exigidos a las personas físicas que prestan asesoramiento o proporcionan información sobre instrumentos financieros, servicios de inversión o servicios auxiliares a clientes en nombre de las empresas de servicios de inversión. Serán de aplicación a partir del 3 de enero de 2017.

## **IV Anexo estadístico**



# 1 Mercados

## 1.1 Renta variable

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

CUADRO 1.1

	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	39	49	52	21	24	19	17	15
Ampliaciones de capital	39	47	47	18	23	19	17	15
Ofertas públicas de suscripción de valores	5	6	0	0	0	0	0	3
Ampliaciones de capital liberadas	16	19	17	5	8	8	5	3
De las cuales dividendo elección	9	12	12	4	5	6	5	3
Ampliaciones de capital por conversión <sup>3</sup>	14	11	11	7	4	4	6	4
De contrapartida no monetaria <sup>4</sup>	4	4	5	1	2	1	2	1
Con derecho de suscripción preferente	6	5	12	5	6	3	3	2
Sin negociación de derechos de suscripción	15	16	11	3	4	4	2	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	4	6	3	1	0	0	2
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	145	147	115	31	27	24	21	18
Ampliaciones de capital	145	140	103	25	25	24	21	16
Ofertas públicas de suscripción de valores	5	8	0	0	0	0	0	3
Ampliaciones de capital liberadas	38	37	28	5	8	8	6	3
De las cuales dividendo elección	20	28	22	4	5	6	6	3
Ampliaciones de capital por conversión <sup>3</sup>	50	43	31	11	5	6	8	4
De contrapartida no monetaria <sup>4</sup>	17	9	7	1	2	1	2	1
Con derecho de suscripción preferente	6	5	15	5	6	3	3	2
Sin negociación de derechos de suscripción	29	38	22	3	4	6	2	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	7	12	6	2	0	0	2
<b>IMPORTE EFECTIVO (millones de euros)</b>								
Total	39.126,2	32.762,4	37.067,4	11.728,8	4.458,9	5.160,0	4.891,5	6.341,1
Ampliaciones de capital	39.126,2	27.875,5	28.735,8	8.941,2	3.618,6	5.160,0	4.891,5	5.834,4
Ofertas públicas de suscripción de valores	1.742,8	2.951,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	793,5
Ampliaciones de capital liberadas	9.932,8	12.650,8	9.627,8	2.647,2	1.387,9	2.749,1	966,6	1.099,2
De las cuales dividendo elección	9.869,4	12.573,8	9.627,8	2.647,2	1.387,9	2.749,1	966,6	1.099,2
Ampliaciones de capital por conversión <sup>3</sup>	7.478,8	3.757,9	2.162,5	269,2	465,6	1.015,7	3.008,6	224,6
De contrapartida no monetaria <sup>4</sup>	231,6	2.814,5	367,0	1,3	123,2	0,1	50,8	0,0
Con derecho de suscripción preferente	11.463,1	2.790,8	7.932,6	5.683,2	1.196,1	1.047,1	799,9	2.782,2
Sin negociación de derechos de suscripción	8.277,1	2.909,9	8.645,9	340,4	445,9	348,0	65,5	935,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,0	4.886,9	8.331,6	2.787,6	840,3	0,0	0,0	506,6
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>								
Total	20.135,9	4.768,5	4.253,4	1.129,0	812,8	568,9	1.314,4	822,4
Ampliaciones de capital	20.135,9	4.472,6	3.153,3	1.071,5	547,5	568,9	1.314,4	808,5
Ofertas públicas de suscripción de valores	988,2	626,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	10,7
Ampliaciones de capital liberadas	1.458,6	1.258,2	946,6	172,2	262,9	270,3	102,8	157,8
De las cuales dividendo elección	1.208,3	1.110,0	785,8	171,8	111,2	261,7	102,8	157,8
Ampliaciones de capital por conversión <sup>3</sup>	3.721,0	819,7	107,0	11,4	19,5	63,5	1.028,4	11,1
De contrapartida no monetaria <sup>4</sup>	60,3	311,0	146,6	0,0	52,2	0,0	7,3	0,0
Con derecho de suscripción preferente	8.021,7	1.185,7	1.190,7	860,1	191,9	132,4	156,5	129,4
Sin negociación de derechos de suscripción	5.886,0	271,3	762,3	27,7	20,9	102,8	19,4	499,6
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,0	295,9	1.100,2	57,6	265,3	0,0	0,0	13,9
<b>Pro memoria: operaciones en el MAB<sup>5</sup></b>								
Número de emisores	7	9	16	2	3	7	2	3
Número de emisiones	14	15	18	2	3	7	2	3
Importe efectivo (millones de euros)	45,7	130,1	177,8	6,9	28,5	133,8	7,2	4,1
Ampliaciones de capital	45,7	130,1	177,8	6,9	28,5	133,8	7,2	4,1
De ellas, mediante OPS	1,8	5,0	21,6	5,0	3,8	12,9	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Operaciones registradas en la CNMV. No incluye datos del MAB, ETF ni Latibex.

2 Datos disponibles: mayo de 2016.

3 Incluye ampliaciones de capital para atender a la conversión de bonos u obligaciones en acciones, por conversión de opciones de empleados y para la ejecución de warrants.

4 Las ampliaciones de capital de contrapartida no monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.

5 Operaciones no registradas en la CNMV. Fuente: BME y elaboración propia.

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

CUADRO 1.2

	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	123	129	129	132	132	129	129	130
Sin Nuevo mercado	123	129	129	132	132	129	129	130
Nuevo mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	7	8	7	8	7	7	7	6
Segundo mercado	7	6	5	5	5	5	5	5
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	5	4	3	3	3	3	3	3
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros ex SICAV	23	20	18	19	19	18	17	16
Madrid	11	9	8	9	9	8	7	7
Barcelona	13	12	10	11	11	10	10	9
Bilbao	7	7	6	7	7	6	5	5
Valencia	4	4	3	4	4	3	3	3
Corros SICAV	0	0	0	0	0	0	0	0
MAB	3.066	3.269	3.429	3.343	3.388	3.429	3.429	3.417
Latibex	26	26	21	24	24	21	20	20

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: mayo de 2016.

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

## Capitalización<sup>1</sup>

CUADRO 1.3

Millones de euros	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	705.162,3	735.317,8	766.335,7	831.537,6	746.606,4	766.335,7	705.971,5	713.080,5
Sin Nuevo mercado	705.162,3	735.317,8	766.335,7	831.537,6	746.606,4	766.335,7	705.971,5	713.080,5
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras <sup>4</sup>	141.142,4	132.861,1	141.695,3	155.748,9	131.710,8	141.695,3	131.231,2	115.213,5
Ibex 35	430.932,9	479.378,5	477.521,1	524.207,8	468.078,9	477.521,1	438.196,0	456.871,7
Segundo mercado	67,5	30,2	20,6	21,1	23,3	20,6	78,1	119,0
Madrid	18,3	15,8	20,6	21,1	23,3	20,6	78,1	77,0
Barcelona	49,3	14,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	42,0
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	2.906,2	2.466,6	1.040,3	1.094,0	1.088,6	1.040,3	1.017,9	1.676,9
Madrid	519,4	376,5	296,9	353,1	342,2	296,9	326,7	362,9
Barcelona	2.749,5	2.356,5	887,7	945,3	970,4	887,7	3.581,0	1.520,3
Bilbao	183,6	162,5	943,3	1.086,5	963,8	943,3	216,2	71,7
Valencia	342,5	326,4	150,0	218,0	219,4	150,0	69,6	329,9
Corros SICAV <sup>5</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB <sup>5</sup>	32.171,2	34.306,0	37.258,5	37.432,7	35.380,9	37.258,5	36.008,2	36.577,5
Latibex	270.926,9	286.229,2	116.573,4	287.640,4	170.167,1	116.573,4	139.318,8	129.963,3

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: mayo de 2016.

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 1.4

Millones de euros	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>2</sup>	693.168,0	864.443,5	938.396,7	253.265,5	217.212,0	213.164,9	193.947,4	123.528,9
Sin Nuevo mercado	693.168,0	864.443,5	938.396,7	253.265,5	217.212,0	213.164,9	193.947,4	123.528,9
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras	5.640,5	14.508,9	12.417,7	6.520,4	1.181,3	985,7	1.295,8	1.029,2
Segundo mercado	1,7	0,7	13,8	9,7	3,4	0,2	0,1	0,4
Madrid	1,4	0,5	13,7	9,7	3,4	0,1	0,1	0,0
Barcelona	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,4
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	51,4	92,5	246,1	203,3	2,6	23,7	1,6	2,9
Madrid	7,3	32,6	19,4	1,1	0,8	11,0	1,4	0,8
Barcelona	44,1	45,2	219,1	202,2	1,7	8,0	0,2	2,1
Bilbao	0,1	14,3	7,5	0,0	0,0	4,7	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Corros SICAV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB	5.896,3	7.723,3	6.441,7	1.621,4	1.156,0	1.720,3	1.134,0	627,2
Latibex	367,3	373,1	258,7	67,6	59,3	46,4	53,4	16,1

1 Datos disponibles: mayo de 2016.

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

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

CUADRO 1.5

Millones de euros	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II <sup>2</sup>
En sesión	668.553,2	831.962,6	903.397,2	245.715,4	214.071,9	207.994,4	190.416,2	122.585,6
Órdenes	346.049,6	453.294,9	475.210,0	123.180,8	113.392,9	100.555,9	101.673,7	57.849,7
Aplicaciones	56.565,3	73.056,9	96.187,7	25.477,2	24.336,6	23.156,8	24.388,3	12.707,8
Bloques	265.938,3	305.610,8	331.999,5	97.057,4	76.342,4	84.281,7	64.354,2	52.028,1
Fuera de hora	7.654,7	7.568,8	3.137,9	941,4	361,1	84,8	817,5	100,5
Autorizadas	4.839,9	7.808,9	14.885,5	1.219,3	1.090,0	1.260,1	1.297,7	458,5
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	326,5	175,3	4.360,1	3.183,0	173,6	989,7	0,0	0,0
OPV	396,1	6.143,4	4.266,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Toma de razón	379,7	410,9	203,6	190,0	13,6	0,0	0,0	0,0
Ejercicio de opciones	7.083,5	6.954,1	5.964,2	1.420,5	956,8	2.332,4	1.019,3	115,2
Operaciones de cobertura	3.934,4	3.419,5	2.181,4	596,0	545,0	503,4	396,8	269,0

1 No incluye ETF (Exchange Traded Funds).

2 Datos disponibles: mayo de 2016.

## Operaciones de crédito

CUADRO 1.6

Millones de euros	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
<b>CONTRATACIÓN</b>								
Préstamo de valores <sup>2</sup>	464.521,5	599.051,5	691.486,7	201.952,7	167.537,8	160.890,1	152.217,8	55.676,4
Crédito de valores para su venta <sup>3</sup>	326,8	357,9	178,2	63,2	7,0	0,0	0,0	0,0
Crédito para compra de valores <sup>3</sup>	34,1	16,2	6,4	3,7	0,3	0,0	0,0	0,0
<b>SALDO VIVO</b>								
Préstamo de valores <sup>2</sup>	43.398,9	61.076,1	79.952,8	76.628,8	74.169,5	79.952,8	83.785,2	92.662,6
Crédito de valores para su venta <sup>3</sup>	7,3	6,4	0,0	9,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Crédito para compra de valores <sup>3</sup>	0,6	0,4	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: mayo de 2016.

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 en la CNMV

CUADRO 1.7

	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	49	46	49	18	14	29	20	20
Cédulas hipotecarias	12	13	13	5	6	8	8	7
Cédulas territoriales	5	3	3	2	1	1	0	1
Bonos y obligaciones no convertibles	11	16	16	8	7	10	8	10
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	4	1	1	0	0	1	0	0
Bonos de titulación	18	13	16	5	2	9	5	2
Pagarés de empresa	20	18	16	3	2	5	4	1
De titulación	0	1	1	0	0	0	1	0
Resto de pagarés	20	17	15	3	2	5	3	1
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	297	662	415	127	77	119	97	64
Cédulas hipotecarias	40	27	34	9	8	8	14	12
Cédulas territoriales	6	3	6	3	1	1	0	1
Bonos y obligaciones no convertibles	170	578	318	103	62	79	65	48
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	8	1	1	0	0	1	0	0
Bonos de titulación	53	35	40	9	4	25	13	2
Pagarés de empresa <sup>2</sup>	20	18	16	3	2	5	5	1
De titulación	0	1	1	0	0	0	1	0
Resto de pagarés	20	17	15	3	2	5	4	1
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>								
Total	138.838,6	130.258,4	136.607,3	31.006,2	22.019,4	46.948,9	40.721,8	13.625,4
Cédulas hipotecarias	24.799,7	23.838,0	31.375,0	8.025,0	8.050,0	7.000,0	9.943,0	3.549,5
Cédulas territoriales	8.115,0	1.853,3	10.400,0	3.500,0	3.000,0	400,0	0,0	250,0
Bonos y obligaciones no convertibles	32.536,9	41.154,7	39.099,9	3.761,2	2.494,5	18.943,6	8.344,2	3.351,7
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	803,3	750,0	53,2	0,0	0,0	53,2	0,0	0,0
Bonos de titulación	28.592,9	29.008,0	28.369,6	11.773,3	1.950,0	11.646,3	17.038,2	2.082,0
Tramo nacional	24.980,1	26.972,1	25.147,2	9.506,5	1.950,0	10.690,7	15.233,5	2.082,0
Tramo internacional	3.612,8	2.035,9	3.222,4	2.266,8	0,0	955,6	1.804,7	0,0
Pagarés de empresa <sup>3</sup>	43.990,8	33.654,4	27.309,6	3.946,7	6.524,9	8.905,8	5.396,4	4.392,3
De titulación	1.410,0	620,0	2.420,0	480,0	400,0	600,0	560,0	280,0
Resto de pagarés	42.580,8	33.034,4	24.889,6	3.466,7	6.124,9	8.305,8	4.836,4	4.112,3
Otras emisiones de renta fija	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pro memoria:</b>								
Emisiones subordinadas	4.776,0	7.999,3	5.452,2	1.810,0	741,6	2.240,6	1.980,0	0,0
Emisiones aseguradas	193,0	195,8	0,0	0,0	0,0	0,0	421,0	0,0

1 Datos disponibles: mayo de 2016.

2 Programas registrados.

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

### Admisión al mercado AIAF<sup>1</sup>

CUADRO 1.8

Importes nominales en millones de euros	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II <sup>2</sup>
Total	130.467,7	114.956,4	145.890,9	29.662,7	29.008,1	30.363,5	52.821,7	15.890,6
Pagarés	45.228,6	33.493,1	27.455,3	4.530,8	6.229,7	9.161,8	4.989,4	4.295,3
Bonos y obligaciones	22.414,4	25.712,5	47.616,4	3.273,1	2.679,1	2.140,5	24.431,4	3.405,9
Cédulas hipotecarias	25.399,7	24.438,0	31.375,0	10.025,0	8.050,0	7.000,0	7.143,0	5.849,5
Cédulas territoriales	8.115,0	1.853,3	10.400,0	500,0	6.000,0	400,0	0,0	250,0
Bonos de titulación	29.309,9	29.459,5	29.044,2	11.333,8	6.049,3	11.661,1	16.257,9	2.089,9
Participaciones preferentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Solo incluye renta fija privada.

2 Datos disponibles: mayo de 2016.



	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	493	465	388	417	419	388	381	378
Renta fija privada	492	464	387	416	418	387	380	377
Pagarés	30	19	16	16	16	16	14	14
Bonos y obligaciones	91	79	64	73	73	64	61	57
Cédulas hipotecarias	48	49	44	45	44	44	42	43
Cédulas territoriales	12	9	9	10	9	9	9	9
Bonos de titulación	341	329	278	297	299	278	274	274
Participaciones preferentes	34	23	13	13	13	13	9	9
Bonos matador	9	9	7	9	9	7	7	7
Deuda Pública	1	1	1	1	1	1	1	1
Letras del Tesoro	1	1	1	1	1	1	1	1
Bonos y Obligaciones del Estado	1	1	1	1	1	1	1	1
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	5.060	3.345	2.723	2.777	2.732	2.723	2.759	2.717
Renta fija privada	4.907	3.192	2.531	2.615	2.537	2.531	2.519	2.510
Pagarés	2.529	1.130	392	399	380	392	371	365
Bonos y obligaciones	558	495	882	822	826	882	923	916
Cédulas hipotecarias	328	283	238	244	241	238	230	235
Cédulas territoriales	52	39	32	35	31	32	31	32
Bonos de titulación	1.334	1.188	966	1.084	1.034	966	945	943
Participaciones preferentes	94	47	16	22	16	16	12	12
Bonos matador	12	10	7	9	9	7	7	7
Deuda Pública	153	153	193	162	195	193	240	207
Letras del Tesoro	12	12	12	12	12	12	12	12
Bonos y Obligaciones del Estado	141	141	181	150	183	181	228	195
<b>SALDO VIVO<sup>2</sup> (millones de euros)</b>								
Total	1.442.270,2	1.374.947,5	1.386.289,8	1.381.434,3	1.390.566,9	1.386.289,8	1.385.905,0	1.398.272,5
Renta fija privada	708.601,8	581.825,3	534.088,9	575.524,0	563.727,9	534.088,9	535.398,0	538.052,6
Pagarés	28.816,3	20.361,6	15.172,9	15.993,3	15.827,3	15.172,9	13.662,0	15.148,3
Bonos y obligaciones	132.076,6	74.076,5	74.082,2	96.235,0	95.543,4	74.082,2	88.142,0	88.217,5
Cédulas hipotecarias	246.967,9	208.314,2	194.072,7	195.042,2	194.646,4	194.072,7	178.610,7	181.990,2
Cédulas territoriales	29.793,5	24.671,3	27.586,3	28.171,3	22.971,3	27.586,3	27.336,3	27.586,3
Bonos de titulación	269.176,8	253.045,1	222.100,4	238.823,6	233.535,7	222.100,4	226.702,1	224.165,5
Participaciones preferentes	1.076,2	782,1	627,4	684,2	629,6	627,4	497,8	497,8
Bonos matador	694,6	574,4	447,1	574,4	574,4	447,1	447,1	447,1
Deuda Pública	733.668,3	793.122,3	852.200,9	805.910,3	826.838,9	852.200,9	850.507,0	860.219,9
Letras del Tesoro	89.174,4	77.926,1	82.435,4	77.345,3	78.127,0	82.435,4	84.129,6	75.332,5
Bonos y Obligaciones del Estado	644.493,9	715.196,2	769.765,5	728.565,0	748.711,9	769.765,5	816.022,8	784.887,4

1 Datos disponibles: mayo de 2016.

2 Importes nominales.

## AIAF. Contratación

CUADRO 1.10

Importes nominales en millones de euros	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
<b>POR TIPO DE ACTIVO</b>								
Total	1.400.757,7	1.118.963,7	521.853,7	174.511,7	84.989,0	105.131,4	57.380,2	24.452,9
Renta fija privada	1.400.601,6	1.118.719,6	521.590,4	174.451,0	84.955,1	105.077,8	57.350,7	24.426,2
Pagarés	112.559,8	48.817,3	31.346,2	7.591,7	6.905,2	8.116,7	4.274,6	3.560,9
Bonos y obligaciones	295.191,7	269.659,8	78.120,5	24.757,5	6.498,2	13.342,8	6.876,9	6.466,7
Cédulas hipotecarias	341.674,0	376.273,3	187.201,7	52.685,2	31.768,1	38.663,4	33.020,3	8.443,8
Cédulas territoriales	86.758,6	82.023,2	46.711,4	20.787,2	8.038,4	11.530,0	2.506,7	27,5
Bonos de titulación	538.064,8	341.827,8	177.844,1	68.590,5	31.713,2	33.148,4	10.658,1	5.924,1
Participaciones preferentes	26.256,0	97,7	295,5	12,9	8,0	258,0	13,9	0,3
Bonos matador	96,7	20,5	71,1	26,1	24,0	18,5	0,1	2,9
Deuda Pública	156,1	244,1	263,3	60,7	33,8	53,6	29,5	26,7
Letras del Tesoro	11,6	30,7	30,2	8,4	8,4	0,0	0,0	0,0
Bonos y Obligaciones del Estado	144,4	213,4	233,1	52,3	25,4	53,6	29,5	26,7
<b>POR TIPO DE OPERACIÓN</b>								
Total	1.400.757,6	1.118.963,7	521.853,7	174.511,7	84.989,0	105.131,4	57.380,1	24.452,9
Simple	290.633,0	396.341,0	239.086,8	64.054,0	42.729,2	53.887,6	43.126,0	19.498,7
Repo	69.063,3	29.800,4	7.144,5	3.205,6	3.132,4	3.881,8	2.480,1	793,6
Simultánea	1.041.061,3	692.822,2	267.875,7	107.252,1	39.127,3	47.362,0	11.774,1	4.160,6

1 Datos disponibles: mayo de 2016.

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

CUADRO 1.11

Importes nominales en millones de euros	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
Total	275.939,0	262.527,8	193.694,8	51.803,8	40.629,2	51.360,3	40.730,0	16.698,9
Sociedades no financieras	45.351,7	30.843,4	22.747,1	6.768,9	2.758,9	5.841,2	3.617,7	1.083,3
Instituciones financieras	163.671,3	132.114,5	95.467,1	30.193,6	20.540,4	19.720,2	19.669,1	7.247,7
Entidades de crédito	97.674,3	87.475,6	74.196,0	23.260,4	16.223,5	14.058,2	14.439,6	4.699,0
IIC, seguros y fondos de pensiones	59.371,8	34.205,9	8.835,4	2.636,1	1.612,5	3.466,4	2.464,7	1.489,6
Otras entidades financieras	6.625,2	10.433,1	12.435,7	4.297,1	2.704,3	2.195,6	2.764,8	1.059,1
Administraciones públicas	2.438,8	5.067,3	10.414,4	2.251,9	3.424,6	1.042,3	1.300,8	1.098,8
Hogares e ISFLSH <sup>2</sup>	8.598,4	2.861,8	1.575,2	286,7	390,6	319,8	352,2	209,2
Resto del mundo	55.878,8	91.640,7	63.491,1	12.302,8	13.514,7	24.436,8	15.790,2	7.059,9

1 Datos disponibles: mayo de 2016.

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

## Admisión a bolsa<sup>1</sup>

CUADRO 1.12

IMPORTES NOMINALES (millones de euros)	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II <sup>2</sup>
Total	779,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	779,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulación	0,0	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
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	2	0	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	2	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulación	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros	0	0	0	0	0	0	0	0

1 Solo incluye renta fija privada.

2 Datos disponibles: mayo de 2016.

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

CUADRO 1.13

NÚMERO DE EMISORES	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
Total	40	28	20	24	23	20	19	19
Emisores privados	27	17	10	13	12	10	9	9
Sociedades no financieras	2	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	25	17	10	13	12	10	9	9
Administraciones públicas <sup>2</sup>	13	11	10	11	11	10	10	10
Comunidades autónomas	3	3	2	3	3	2	2	2
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	197	165	103	133	115	103	96	92
Emisores privados	89	65	43	52	47	43	37	35
Sociedades no financieras	2	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	87	65	43	52	47	43	37	35
Administraciones públicas <sup>2</sup>	108	100	60	81	68	60	59	57
Comunidades autónomas	64	56	25	37	29	25	25	25
<b>SALDO VIVO<sup>3</sup> (millones de euros)</b>								
Total	25.284,5	16.800,4	11.702,2	14.650,0	12.614,9	11.702,2	11.596,1	11.563,4
Emisores privados	8.317,5	3.401,2	1.383,3	3.082,8	2.406,9	1.383,3	1.186,6	1.154,8
Sociedades no financieras	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras privadas	8.315,5	3.401,2	1.383,3	3.082,8	2.406,9	1.383,3	1.186,6	1.154,8
Administraciones públicas <sup>2</sup>	16.967,0	13.399,2	10.319,0	11.567,2	10.208,0	10.319,0	10.409,6	10.408,6
Comunidades autónomas	15.716,3	12.227,2	9.320,2	10.491,6	9.156,3	9.320,2	9.411,7	9.411,7

1 Datos disponibles: mayo de 2016.

2 No incluye deuda anotada.

3 Importes nominales.

## Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.14

Importes nominales en millones de euros	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
Mercado electrónico	1.592,6	861,2	19,3	5,8	4,2	1,4	0,0	0,0
Corros	3.388,3	5.534,0	2.050,2	166,9	787,7	723,7	172,7	228,4
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	3.197,4	5.527,0	2.050,2	166,9	787,7	723,7	172,7	228,4
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	190,9	7,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda anotada	137,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda comunidades autónomas	41.062,2	42.677,2	22.169,0	8.408,1	2.809,4	2.256,4	1.526,3	218,4

1 Datos disponibles: mayo de 2016.

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

CUADRO 1.15

Importes nominales en millones de euros	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
Total	64.011,0	103.044,0	101.555,0	26.535,0	32.090,0	39.937,0	31.231,0	34.659,0
Simple	64.011,0	103.044,0	101.555,0	26.535,0	32.090,0	39.937,0	31.231,0	34.659,0
Simultáneas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras operaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: mayo de 2016.

## 1.3 Derivados y otros productos

### 1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

#### Negociación en MEFF

CUADRO 1.16

Número de contratos	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
Sobre deuda	13.667	4.690	8.012	3.035	1.200	616	230	9
Futuro sobre bono notional <sup>2</sup>	13.667	4.690	8.012	3.035	1.200	616	230	9
Sobre Ibex 35 <sup>3,4</sup>	6.416.073	7.728.494	8.279.939	2.129.718	2.068.055	1.943.701	2.125.580	1.164.248
Futuro sobre Ibex 35 plus	5.578.607	6.924.068	7.384.896	1.909.834	1.869.745	1.743.089	1.920.556	1.087.381
Futuro mini sobre Ibex 35	198.736	304.891	318.129	81.209	79.730	71.809	89.717	36.502
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	3.520	23.939	32.499	1.775	4.731	13.321	13.908	4.771
Opción call mini	308.084	302.255	325.479	83.437	64.019	58.337	51.347	16.654
Opción put mini	327.126	173.342	218.937	53.463	49.830	57.146	50.053	18.940
Sobre acciones <sup>5</sup>	35.884.393	27.697.961	31.768.355	7.723.250	6.771.629	8.509.783	8.253.156	3.554.655
Futuros	14.927.659	12.740.105	10.054.830	2.616.035	1.709.635	2.069.470	3.312.316	707.125
Futuros sobre dividendos de acciones	66.650	236.151	292.840	75.637	61.935	97.940	112.248	95.347
Opción call	10.534.741	5.773.662	8.572.088	2.228.050	1.951.235	2.032.647	2.394.785	1.568.984
Opción put	10.355.343	8.948.043	12.848.597	2.803.528	3.048.824	4.309.726	2.433.807	1.183.199
<b>Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex</b>								
Sobre deuda <sup>6</sup>	167.827	172.883	149.378	55.580	24.938	28.388	41.979	45.937
Sobre índices <sup>7</sup>	111.924	56.356	49.119	15.682	9.983	8.285	12.050	6.272

1 Datos disponibles: mayo de 2016.

2 Nominal del contrato: 100.000 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, Schatz, Bon, Btp, Bts, Bux y Oat.

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

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

#### Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.17

	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
<b>WARRANTS<sup>2</sup></b>								
Importe de las primas (millones de euros)	3.621,2	3.644,2	3.479,1	574,7	735,6	1.053,4	762,3	208,2
Sobre acciones	2.211,8	1.770,9	1.807,3	295,8	321,9	583,5	431,3	140,3
Sobre índices	1.122,6	1.697,3	1.486,1	242,9	389,1	425,7	294,5	66,9
Otros <sup>3</sup>	286,8	176,0	185,6	36,1	24,6	44,2	36,5	0,9
Número de emisiones	8.347	8.574	9.059	1.611	1.792	2.822	2.294	608
Número de emisores	7	6	8	4	5	6	5	3
<b>CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES</b>								
Importes nominales (millones de euros)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre acciones	0,0	0,0	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 <sup>3</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	0	0	0	0	0	0	0	0
Número de emisores	0	0	0	0	0	0	0	0

1 Datos disponibles: mayo de 2016.

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 1.18

	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
<b>WARRANTS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	752,7	817,7	1.095,9	304,4	247,8	208,5	213,4	106,0
Sobre acciones nacionales	379,4	379,8	303,6	82,7	60,2	63,8	77,2	47,2
Sobre acciones extranjeras	86,3	51,2	66,7	18,7	12,9	12,5	8,8	5,5
Sobre índices	255,4	364,3	692,0	193,1	167,9	128,4	122,6	50,9
Otros <sup>2</sup>	31,6	22,4	33,6	9,9	6,7	3,7	4,8	2,4
Número de emisiones <sup>3</sup>	7.299	7.612	7.530	3.277	2.934	2.635	2.757	1.978
Número de emisores <sup>3</sup>	8	8	9	7	8	9	8	8
<b>CERTIFICADOS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	1,0	1,7	1,1	0,0	0,6	0,5	0,1	0,1
Número de emisiones <sup>3</sup>	2	2	2	2	2	2	2	2
Número de emisores <sup>3</sup>	1	1	1	1	1	1	1	1
<b>ETF</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	2.736,0	9.849,5	12.633,8	3.263,8	3.577,9	2.632,2	2.273,4	814,6
Número de fondos	72	70	58	69	69	58	58	58
Patrimonio <sup>4</sup> (millones de euros)	382,0	436,1	436,0	550,0	486,0	485,0	358,0	n.d.

1 Datos disponibles: mayo de 2016.

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

3 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

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

## 2 Servicios de inversión

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

CUADRO 2.1

	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Entidades nacionales	41	38	39	38	38	39	39	41
Sucursales	20	21	25	22	22	25	23	21
Representantes	6.269	6.116	5.819	6.340	6.354	5.819	5.740	5.742
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Entidades nacionales	41	37	39	37	39	39	38	37
Sucursales	11	19	21	17	21	21	22	25
Representantes	520	466	468	473	470	468	457	491
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA</b>								
Entidades nacionales	5	5	3	4	4	3	2	2
Sucursales	5	5	9	5	5	9	8	8
Representantes	1	1	0	1	1	0	0	0
<b>EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO</b>								
Entidades nacionales	126	143	154	149	150	154	154	161
Sucursales	9	11	12	12	12	12	12	12
<b>ENTIDADES DE CRÉDITO<sup>2</sup></b>								
Entidades nacionales	141	137	134	134	134	134	133	133

1 Datos disponibles: mayo de 2016.

2 Fuente: Banco de España.

### Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
Total	3.104	3.102	3.183	3.128	3.151	3.183	3.203	3.243
Empresas de servicios de inversión	2.650	2.641	2.723	2.669	2.691	2.723	2.741	2.781
Comunitarias	2.647	2.639	2.720	2.666	2.688	2.720	2.738	2.778
Con sucursal	38	39	42	40	42	42	45	45
En libre prestación de servicios	2.609	2.600	2.678	2.626	2.646	2.678	2.693	2.733
Extracomunitarias	3	2	3	3	3	3	3	3
Con sucursal	0	0	0	0	0	0	0	0
En libre prestación de servicios	3	2	3	3	3	3	3	3
Entidades de crédito <sup>2</sup>	454	461	460	459	460	460	462	462
Comunitarias	444	452	451	450	451	451	454	454
Con sucursal	52	54	53	54	53	53	53	53
En libre prestación de servicios	392	398	398	396	398	398	401	401
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	10	9	9	9	9	9	8	8
Con sucursal	8	6	6	6	6	6	5	5
En libre prestación de servicios	2	3	3	3	3	3	3	3

1 Datos disponibles: mayo de 2016.

2 Fuente: Banco de España y CNMV.

## Intermediación de operaciones al contado<sup>1</sup>

CUADRO 2.3

Millones de euros	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I
<b>RENDA FIJA</b>								
Total	10.492.026,8	9.264.859,8	5.365.817,5	1.711.077,5	1.405.666,4	1.134.941,3	1.114.132,3	1.234.449,1
Sociedades de valores	5.217.059,4	4.989.059,9	3.774.816,4	1.189.914,6	1.021.811,5	799.467,0	763.623,3	805.643,4
Mercados organizados nacionales	2.597.608,6	2.372.515,0	1.909.130,4	625.586,4	546.559,9	401.189,0	335.795,1	369.646,2
Otros mercados nacionales	2.310.403,7	2.388.868,8	1.689.702,4	504.753,7	437.936,6	359.034,3	387.977,8	364.162,5
Mercados extranjeros	309.047,1	227.676,1	175.983,6	59.574,5	37.315,0	39.243,7	39.850,4	71.834,7
Agencias de valores	5.274.967,4	4.275.799,9	1.591.001,1	521.162,9	383.854,9	335.474,3	350.509,0	428.805,7
Mercados organizados nacionales	69.066,6	89.472,6	14.160,0	4.233,9	3.241,3	4.423,8	2.261,0	14.338,1
Otros mercados nacionales	5.007.723,4	3.955.091,6	1.402.106,3	454.161,1	340.405,4	299.276,2	308.263,6	353.710,7
Mercados extranjeros	198.177,4	231.235,7	174.734,8	62.767,9	40.208,2	31.774,3	39.984,4	60.756,9
<b>RENDA VARIABLE</b>								
Total	692.872,0	940.623,2	1.020.289,5	280.029,3	261.073,4	213.264,8	265.922,0	210.419,3
Sociedades de valores	650.094,9	875.037,7	914.649,2	269.822,5	241.888,9	193.200,2	209.737,6	194.853,2
Mercados organizados nacionales	590.027,1	814.349,4	855.883,2	254.159,7	225.587,1	180.329,1	195.807,3	180.804,3
Otros mercados nacionales	2.585,4	2.828,5	3.327,8	1.022,8	898,3	590,4	816,3	637,2
Mercados extranjeros	57.482,4	57.859,8	55.438,2	14.640,0	15.403,5	12.280,7	13.114,0	13.411,7
Agencias de valores	42.777,1	65.585,5	105.640,3	10.206,8	19.184,5	20.064,6	56.184,4	15.566,1
Mercados organizados nacionales	14.677,2	16.726,7	14.207,3	4.028,0	3.753,5	3.349,1	3.076,7	3.001,3
Otros mercados nacionales	9.140,4	14.009,1	13.769,0	1.512,5	2.816,7	2.973,6	6.466,2	846,9
Mercados extranjeros	18.959,5	34.849,7	77.664,0	4.666,3	12.614,3	13.741,9	46.641,5	11.717,9

<sup>1</sup> Datos acumulados del periodo.

## Intermediación de operaciones de derivados<sup>1, 2</sup>

CUADRO 2.4

Millones de euros	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I
Total	6.316.221,8	10.095.572,3	12.104.474,3	2.779.120,5	3.038.237,6	3.222.631,2	3.064.485,0	3.087.332,5
Sociedades de valores	6.110.753,4	9.918.555,0	11.958.716,2	2.757.477,2	2.998.514,6	3.182.974,2	3.019.750,2	3.025.120,2
Mercados organizados nacionales	2.410.367,9	4.625.999,8	6.215.223,3	1.485.199,0	1.549.034,6	1.659.817,4	1.521.172,3	1.474.859,7
Mercados organizados extranjeros	3.423.638,5	4.913.770,3	5.386.722,4	1.213.448,6	1.389.688,8	1.432.185,7	1.351.399,3	1.360.289,3
Mercados no organizados	276.747,0	378.784,9	356.770,5	58.829,6	59.791,2	90.971,1	147.178,6	189.971,2
Agencias de valores	205.468,4	177.017,3	145.758,1	21.643,3	39.723,0	39.657,0	44.734,8	62.212,3
Mercados organizados nacionales	4.668,8	6.881,8	7.510,9	1.268,2	1.285,3	2.115,4	2.842,0	5.151,0
Mercados organizados extranjeros	29.584,9	37.016,8	27.846,8	4.247,1	5.970,4	7.148,0	10.481,3	12.857,3
Mercados no organizados	171.214,7	133.118,7	110.400,4	16.128,0	32.467,3	30.393,6	31.411,5	44.204,0

<sup>1</sup> El importe de las operaciones de compraventa de activos financieros, futuros financieros sobre valores y tipos de interés y otras operaciones sobre tipos de interés será el valor nominal o el notional de los valores o principal a los que alcance el contrato. El importe de las operaciones sobre opciones será el precio de ejercicio del instrumento subyacente multiplicado por el número de instrumentos comprometidos.

<sup>2</sup> Datos acumulados del periodo.

**Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado<sup>1</sup>**

CUADRO 2.5

	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE CARTERAS</b>								
Total	11.380	13.483	13.713	14.074	14.474	14.896	13.713	-
Sociedades de valores. Total	4.001	4.741	5.711	4.847	4.975	5.168	5.711	5.739
IIC <sup>3</sup>	59	63	60	62	65	65	60	37
Otras <sup>4</sup>	3.942	4.678	5.651	4.785	4.910	5.103	5.651	5.702
Agencias de valores. Total	3.699	4.484	5.681	4.950	5.354	5.534	5.681	5.799
IIC <sup>3</sup>	57	63	95	63	66	70	95	99
Otras <sup>4</sup>	3.642	4.421	5.586	4.887	5.288	5.464	5.586	5.700
Sociedades gestoras de cartera. Total	3.680	4.258	2.321	4.277	4.145	4.194	2.321	-
IIC <sup>3</sup>	12	5	1	5	1	1	1	-
Otras <sup>4</sup>	3.668	4.253	2.320	4.272	4.144	4.193	2.320	-
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)</b>								
Total	10.692.140	11.661.203	9.201.678	12.419.967	12.187.689	12.092.946	9.201.678	-
Sociedades de valores. Total	4.171.331	4.905.630	5.406.804	5.168.610	5.125.196	5.039.779	5.406.804	5.954.257
IIC <sup>3</sup>	1.160.986	1.371.924	1.546.293	1.503.201	1.498.082	1.466.505	1.546.293	1.075.230
Otras <sup>4</sup>	3.010.345	3.533.706	3.860.511	3.665.409	3.627.114	3.573.274	3.860.511	4.879.027
Agencias de valores. Total	2.284.773	1.935.646	2.565.132	2.196.350	2.168.348	2.230.847	2.565.132	2.325.402
IIC <sup>3</sup>	610.839	846.244	1.448.260	1.060.456	1.061.598	1.155.605	1.448.260	1.503.738
Otras <sup>4</sup>	1.673.934	1.089.403	1.116.872	1.135.894	1.106.750	1.075.242	1.116.872	821.664
Sociedades gestoras de cartera. Total	4.236.036	4.819.927	1.229.742	5.055.007	4.894.145	4.822.320	1.229.742	-
IIC <sup>3</sup>	195.735	118.847	15.729	125.495	17.339	15.322	15.729	-
Otras <sup>4</sup>	4.040.301	4.701.080	1.214.013	4.929.512	4.876.806	4.806.998	1.214.013	-

1 Datos a final de periodo.

2 Desde el primer trimestre de 2016 no se muestra la información sobre sociedades gestoras de cartera (SGC) con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector.

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

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

**Asesoramiento financiero. Número de contratos<sup>1,2</sup>**

CUADRO 2.6

Millones de euros	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I <sup>3</sup>
<b>NÚMERO DE CONTRATOS</b>								
Total	11.730	12.761	14.569	12.641	12.886	13.562	14.569	-
Sociedades de valores. Total <sup>4</sup>	3.074	3.437	1.183	1.210	1.198	1.202	1.183	1.190
Clientes minoristas	3.041	3.409	1.159	1.178	1.173	1.177	1.159	1.164
Clientes profesionales	10	11	11	15	11	11	11	15
Agencias de valores. Total <sup>4</sup>	6.919	7.511	11.456	9.634	9.832	10.507	11.456	11.823
Clientes minoristas	6.617	7.322	11.247	9.425	9.624	10.298	11.247	11.639
Clientes profesionales	279	169	176	179	177	177	176	148
Sociedades gestoras de cartera. Total <sup>4</sup>	1.737	1.813	1.930	1.797	1.856	1.853	1.930	-
Clientes minoristas	1.732	1.805	1.928	1.793	1.855	1.852	1.928	-
Clientes profesionales	5	8	2	4	1	1	2	-

1 Datos a final de periodo.

2 Desde la entrada en vigor de la Circular 3/2014, de 22 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, no están disponibles los datos de patrimonio asesorado con periodicidad trimestral.

3 Desde el primer trimestre de 2016 no se muestra la información sobre sociedades gestoras de cartera (SGC) con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector.

4 Incluye clientes minoristas, profesionales y otros clientes.

Miles de euros <sup>1</sup>	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II <sup>2</sup>
I. Margen de intereses	67.333	74.177	55.570	19.859	39.104	55.570	7.216	35.117
II. Comisiones netas	387.216	445.317	422.542	229.613	326.720	422.542	91.676	121.164
Comisiones percibidas	565.787	633.263	614.705	327.200	474.430	614.705	137.511	180.660
Tramitación y ejecución de órdenes	347.522	342.462	322.857	175.630	249.783	322.857	65.205	87.777
Colocación y aseguramiento de emisiones	4.824	21.414	11.556	6.594	10.659	11.556	629	2.248
Depósito y anotación de valores	17.987	22.347	24.358	12.211	18.355	24.358	12.323	15.564
Gestión de carteras	15.581	21.046	22.541	11.744	16.133	22.541	5.453	7.058
Diseño y asesoramiento	18.597	19.502	13.575	7.175	10.324	13.575	4.414	5.158
Búsqueda y colocación de paquetes	8.659	4.367	1.497	744	1.420	1.497	80	105
Operaciones de crédito al mercado	22	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	51.766	62.948	73.889	36.225	54.906	73.889	18.307	24.409
Otras	100.829	139.177	144.432	76.878	112.848	144.432	31.101	38.341
Comisiones satisfechas	178.571	187.946	192.163	97.587	147.710	192.163	45.835	59.496
III. Resultado de inversiones financieras	256.110	222.077	215.861	114.846	186.154	215.861	21.838	38.943
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-138.467	-96.425	-128.200	-56.310	-117.105	-128.200	3.793	-2.236
V. Margen bruto	572.192	645.146	565.773	308.008	434.873	565.773	124.523	192.988
VI. Resultado de explotación	185.040	265.509	186.771	109.895	151.869	186.771	37.138	68.583
VII. Resultado de actividades continuadas	140.805	192.467	141.291	93.159	128.364	141.291	40.695	73.836
VIII. Resultado neto del ejercicio	140.805	192.467	141.291	93.159	128.364	141.291	40.695	73.836

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: abril de 2016.



## Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros <sup>1</sup>	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I
<b>TOTAL</b>								
Total	192.753	200.010	137.327	37.798	77.953	108.105	137.327	32.932
Activos monetarios y deuda pública	17.163	12.342	9.327	3.325	5.422	7.259	9.327	2.397
Otros valores de renta fija	55.096	31.631	24.795	9.454	14.995	21.497	24.795	9.674
Cartera interior	42.328	23.038	8.990	3.936	6.725	9.417	8.990	5.155
Cartera exterior	12.768	8.593	15.805	5.518	8.270	12.080	15.805	4.519
Renta variable	17.869	800.035	112.943	160.100	143.100	52.417	112.943	-116.403
Cartera interior	44.517	112.635	18.141	7.922	14.208	12.172	18.141	-598
Cartera exterior	-26.648	687.400	94.802	152.178	128.892	40.245	94.802	-115.805
Derivados	207.347	-565.800	109.668	-111.864	-34.258	135.442	109.668	131.289
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	1.378	345	-248	-32	-96	-165	-248	-99
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	3.405	1.205	1.605	388	329	895	1.605	-571
Diferencias de cambio netas	-149.034	-110.807	-142.545	-27.423	-63.866	-127.967	-142.545	-2.440
Otros productos y cargas de explotación	10.565	14.384	14.344	3.648	7.555	10.862	14.344	6.232
Otras operaciones	28.964	16.675	7.438	202	4.772	7.865	7.438	2.853
<b>MARGEN DE INTERESES</b>								
Total	67.333	74.177	55.570	7.986	19.860	39.103	55.570	7.216
Activos monetarios y deuda pública	4.356	2.123	2.156	399	725	1.056	2.156	389
Otros valores de renta fija	4.572	3.371	2.731	802	1.391	2.083	2.731	580
Cartera interior	3.149	2.147	1.534	518	807	1.188	1.534	320
Cartera exterior	1.423	1.224	1.197	284	584	895	1.197	260
Renta variable	40.163	63.460	43.826	6.458	16.619	33.847	43.826	8.213
Cartera interior	14.672	28.679	3.622	33	1.799	2.557	3.622	102
Cartera exterior	25.491	34.781	40.204	6.425	14.820	31.290	40.204	8.111
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	1.378	345	-248	-32	-96	-165	-248	-99
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	3.405	1.205	1.605	388	329	895	1.605	-571
Otras operaciones	13.459	3.673	5.500	-29	892	1.387	5.500	-1.296
<b>INVERSIONES FINANCIERAS</b>								
Total	256.109	222.077	215.861	55.797	114.846	186.154	215.861	21.838
Activos monetarios y deuda pública	12.807	10.219	7.171	2.926	4.697	6.203	7.171	2.008
Otros valores de renta fija	50.524	28.260	22.064	8.652	13.604	19.414	22.064	9.094
Cartera interior	39.179	20.891	7.456	3.418	5.918	8.229	7.456	4.835
Cartera exterior	11.345	7.369	14.608	5.234	7.686	11.185	14.608	4.259
Renta variable	-22.294	736.575	69.117	153.642	126.481	18.570	69.117	-124.616
Cartera interior	29.845	83.956	14.519	7.889	12.409	9.615	14.519	-700
Cartera exterior	-52.139	652.619	54.598	145.753	114.072	8.955	54.598	-123.916
Derivados	207.347	-565.800	109.668	-111.864	-34.258	135.442	109.668	131.289
Otras operaciones	7.725	12.823	7.841	2.441	4.322	6.525	7.841	4.063
<b>DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS</b>								
Total	-130.689	-96.244	-134.104	-25.985	-56.753	-117.152	-134.104	3.878
Diferencias de cambio netas	-149.034	-110.807	-142.545	-27.423	-63.866	-127.967	-142.545	-2.440
Otros productos y cargas de explotación	10.565	14.384	14.344	3.648	7.555	10.862	14.344	6.232
Otras operaciones	7.780	179	-5.903	-2.210	-442	-47	-5.903	86

<sup>1</sup> Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

**Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores**

CUADRO 2.9

Miles de euros <sup>1</sup>	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II <sup>2</sup>
I. Margen de intereses	1.799	1.119	884	448	633	884	159	181
II. Comisiones netas	110.422	120.634	113.904	57.929	83.955	113.904	24.770	34.073
Comisiones percibidas	130.738	147.137	135.320	68.206	99.357	135.320	29.949	40.989
Tramitación y ejecución de órdenes	40.196	41.745	31.845	17.922	25.069	31.845	6.404	9.335
Colocación y aseguramiento de emisiones	4.715	8.129	3.829	1.891	2.296	3.829	229	332
Depósito y anotación de valores	505	567	521	226	361	521	147	213
Gestión de carteras	16.267	15.062	10.711	4.640	7.362	10.711	2.844	3.690
Diseño y asesoramiento	5.894	7.576	7.856	4.413	5.390	7.856	1.857	2.365
Búsqueda y colocación de paquetes	55	0	216	186	186	216	18	40
Operaciones de crédito al mercado	11	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	35.823	46.565	53.169	26.577	39.519	53.169	12.457	16.563
Otras	27.272	27.493	27.173	12.351	19.174	27.173	5.993	8.451
Comisiones satisfechas	20.316	26.503	21.416	10.277	15.402	21.416	5.179	6.916
III. Resultado de inversiones financieras	5	775	592	731	319	592	-94	-18
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-1.633	1.102	1.197	1.633	1.236	1.197	-421	-401
V. Margen bruto	110.593	123.626	116.577	60.741	86.143	116.577	24.414	33.834
VI. Resultado de explotación	18.422	24.366	22.148	15.871	19.100	22.148	1.702	3.432
VII. Resultado de actividades continuadas	14.321	19.922	17.266	15.058	18.113	17.266	1.488	2.647
VIII. Resultado neto del ejercicio	14.321	19.922	17.266	15.058	18.113	17.266	1.488	2.647

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: abril de 2016.

**Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera<sup>1,2</sup>**

CUADRO 2.10

Miles de euros	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II
I. Margen de intereses	667	574	399	226	325	399	-	-
II. Comisiones netas	9.362	11.104	8.526	4.944	7.362	8.526	-	-
Comisiones percibidas	18.603	15.411	13.064	7.594	10.982	13.064	-	-
Gestión de carteras	17.028	13.572	11.150	6.290	8.902	11.150	-	-
Diseño y asesoramiento	1.575	849	371	193	370	371	-	-
Comercialización de IIC	0	0	0	0	0	0	-	-
Otras	0	990	1.544	1.110	1.709	1.544	-	-
Comisiones satisfechas	9.241	4.307	4.538	2.650	3.620	4.538	-	-
III. Resultado de inversiones financieras	9	-6	-28	15	-25	-28	-	-
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-32	-237	-234	-123	-267	-234	-	-
V. Margen bruto	10.006	11.435	8.663	5.062	7.392	8.663	-	-
VI. Resultado de explotación	3.554	5.860	3.331	2.219	3.213	3.331	-	-
VII. Resultado de actividades continuadas	2.472	4.135	2.335	1.574	2.254	2.335	-	-
VIII. Resultado neto del ejercicio	2.472	4.135	2.335	1.574	2.254	2.335	-	-

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 Desde el primer trimestre de 2016 no se muestra la información sobre sociedades gestoras de cartera (SGC) con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector.

	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I <sup>3</sup>
<b>TOTAL</b>								
Ratio de capital total <sup>4</sup>	-	40,27	44,36	39,49	42,55	45,53	44,36	40,99
Exceso de recursos propios (miles de euros)	1.033.669	1.056.285	1.109.837	1.082.326	1.142.943	1.158.626	1.109.837	1.094.708
% exceso <sup>5</sup>	322,58	403,43	454,50	393,63	431,85	469,13	454,50	412,37
Nº entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	34	16	14	16	12	10	14	16
> 100-≤ 300 %	22	24	22	23	26	25	22	19
> 300-≤ 500 %	17	12	13	11	13	14	13	13
> 500 %	14	21	21	22	20	22	21	19
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Ratio de capital total <sup>4</sup>	-	40,84	46,13	39,97	43,11	46,41	46,13	42,23
Exceso de recursos propios (miles de euros)	960.624	981.613	1.055.636	1.002.768	1.058.675	1.077.568	1.055.636	1.046.140
% exceso <sup>5</sup>	367,43	410,56	476,59	399,58	438,88	480,09	476,59	427,88
Nº entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	9	5	4	5	4	3	4	8
> 100-≤ 300 %	11	14	12	13	12	11	12	8
> 300-≤ 500 %	13	6	8	6	9	9	8	9
> 500 %	8	14	14	14	13	15	14	13
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Ratio de capital total <sup>4</sup>	-	24,30	25,58	23,85	26,51	26,06	25,58	26,52
Exceso de recursos propios (miles de euros)	62.199	42.106	48.197	43.796	50.327	47.091	48.197	48.567
% exceso <sup>5</sup>	164,46	203,80	219,78	198,17	231,40	225,71	219,78	231,51
Nº entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	22	11	10	11	8	7	10	8
> 100-≤ 300 %	10	8	9	8	12	12	9	11
> 300-≤ 500 %	3	6	5	5	4	5	5	4
> 500 %	6	4	6	5	5	5	6	6
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA<sup>3</sup></b>								
Ratio de capital total <sup>4</sup>	-	133,69	71,26	158,32	168,49	171,65	71,26	-
Exceso de recursos propios (miles de euros)	10.846	32.566	6.004	35.762	33.941	33.967	6.004	-
% exceso <sup>5</sup>	51,21	1.571,12	791,04	1.879,04	2.006,07	2.045,58	791,04	-
Nº entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	3	0	0	0	0	0	0	-
> 100-≤ 300 %	1	2	1	2	2	2	1	-
> 300-≤ 500 %	1	0	0	0	0	0	0	-
> 500 %	0	3	1	3	2	2	1	-

1 El 1 de enero de 2014 entró en vigor el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, que ha modificado la forma de cálculo de las exigencias de recursos propios.

2 Desde el 1 de enero de 2014 solo se incluyen las entidades obligadas a remitir información de solvencia según lo establecido en la Circular 2/2014, de 23 de junio, de la CNMV, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables.

3 Desde el primer trimestre de 2016 no se muestra la información sobre sociedades gestoras de cartera (SGC) con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector.

4 La ratio de capital total se calcula como el cociente entre el capital total computable a efectos de solvencia entre la exposición total al riesgo de cada entidad. Dicha ratio no puede ser inferior al 8 %, según establece el Reglamento (UE) n.º 575/2013.

5 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 los recursos propios exigibles en una entidad promedio.

## Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos<sup>1</sup>

CUADRO 2.12

	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
<b>TOTAL</b>								
Media (%) <sup>3</sup>	16,49	22,83	15,34	18,99	18,02	16,20	15,34	12,69
Nº entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	13	11	21	12	12	19	21	27
0-≤ 15 %	37	30	23	22	23	24	23	26
> 15-≤ 45 %	22	23	22	28	26	21	22	12
> 45-≤ 75 %	9	11	5	7	6	5	5	3
> 75 %	6	8	9	11	12	12	9	8
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Media (%) <sup>3</sup>	16,39	23,04	14,85	17,84	17,03	15,50	14,85	13,16
Nº entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	5	4	9	6	7	7	9	11
0-≤ 15 %	15	18	14	14	13	13	14	16
> 15-≤ 45 %	16	11	10	12	13	13	10	7
> 45-≤ 75 %	4	5	4	3	1	1	4	1
> 75 %	1	2	2	3	4	4	2	3
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Media (%) <sup>3</sup>	19,34	22,18	21,52	37,62	34,48	27,87	21,52	6,30
Nº entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	8	7	12	6	5	11	12	16
0-≤ 15 %	18	11	8	7	8	9	8	10
> 15-≤ 45 %	5	8	11	13	11	8	11	5
> 45-≤ 75 %	5	6	1	3	5	3	1	2
> 75 %	5	6	7	8	8	8	7	5
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA<sup>2</sup></b>								
Media (%) <sup>3</sup>	11,41	16,95	24,49	12,59	11,93	11,67	24,49	-
Nº entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	0	0	0	0	0	1	0	-
0-≤ 15 %	4	1	1	1	2	2	1	-
> 15-≤ 45 %	1	4	1	3	2	0	1	-
> 45-≤ 75 %	0	0	0	1	0	1	0	-
> 75 %	0	0	0	0	0	0	0	-

1 El ROE se ha calculado como:

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

Fondos Propios = Capital + Prima de emisión + Reservas – Valores propios + Remanentes y resultados de ejercicios anteriores – Dividendos y retribuciones.

- 2 Desde el primer trimestre de 2016 no se muestra la información sobre sociedades gestoras de cartera (SGC) con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector.
- 3 Media ponderada por fondos propios, en %.

## Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes<sup>1</sup>

CUADRO 2.13

Miles de euros	2013	2014	2015	2014		2015	
				I	II	I	II <sup>2</sup>
<b>PATRIMONIOS ASESORADOS<sup>3</sup></b>							
Total	17.630.081	21.391.510	25.366.198	14.456.415	21.391.510	-	25.366.198
Clientes minoristas	4.991.653	5.719.292	6.777.181	5.488.399	5.719.292	-	6.777.181
Clientes profesionales	3.947.782	4.828.459	5.109.979	4.465.564	4.828.459	-	5.109.979
Otros	8.690.646	10.843.759	13.479.037	4.502.452	10.843.759	-	13.479.037
<b>INGRESOS POR COMISIONES<sup>4</sup></b>							
Total	33.272	47.767	55.469	21.513	47.767	-	55.469
Comisiones percibidas	33.066	47.188	54.525	21.071	47.188	-	54.525
Otros ingresos	206	579	944	442	579	-	944
<b>PATRIMONIO NETO</b>							
Total	21.498	26.538	24.357	22.915	26.538	-	24.357
Capital social	5.156	5.576	5.881	5.230	5.576	-	5.881
Reservas y remanentes	9.453	8.993	7.451	9.899	8.993	-	7.451
Resultado del ejercicio <sup>4</sup>	6.890	11.969	11.034	7.787	11.969	-	11.034

1 La periodicidad de la remisión de información por parte de las EAFI a la CNMV es anual desde la entrada en vigor de la Circular 3/2014 de la CNMV.

2 Avance con el 97 % de las EAFI registradas en la CNMV.

3 Datos a final de periodo.

4 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada semestre.

### 3 Instituciones de inversión colectiva<sup>a</sup>

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

CUADRO 3.1

	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
Total IIC de carácter financiero	5.129	5.232	5.180	5.218	5.197	5.180	5.163	5.138
Fondos de inversión	2.043	1.949	1.760	1.857	1.805	1.760	1.748	1.739
Sociedades de inversión	3.035	3.228	3.372	3.308	3.340	3.372	3.367	3.351
IIC de IIC de inversión libre	22	18	11	15	14	11	11	10
IIC de inversión libre	29	37	37	38	38	37	37	38
Total IIC inmobiliarias	16	11	9	9	9	9	9	9
Fondos de inversión inmobiliaria	6	4	3	3	3	3	3	3
Sociedades de inversión inmobiliaria	10	7	6	6	6	6	6	6
Total IIC extranjeras comercializadas en España	782	805	880	851	859	880	904	909
Fondos extranjeros comercializados en España	409	405	425	417	421	425	428	431
Sociedades extranjeras comercializadas en España	373	400	455	434	438	455	476	478
SGIIC	96	96	96	97	98	96	100	101
Depositarias IIC	77	70	65	67	67	65	62	61

1 Datos disponibles: mayo de 2016.

#### Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva<sup>1</sup>

CUADRO 3.2

	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I <sup>2</sup>	II <sup>3</sup>
Total IIC de carácter financiero	5.463.820	6.859.555	8.164.054	7.859.163	7.971.499	8.164.054	8.185.269	8.247.511
Fondos de inversión	5.050.556	6.409.344	7.680.124	7.395.550	7.502.559	7.680.124	7.697.093	7.758.396
Sociedades de inversión	413.264	450.211	483.930	463.613	468.940	483.930	488.176	489.115
Total IIC inmobiliarias	6.773	4.866	4.501	4.592	4.495	4.501	4.510	4.515
Fondos de inversión inmobiliaria	5.750	4.021	3.918	3.909	3.912	3.918	3.928	3.933
Sociedades de inversión inmobiliaria	1.023	845	583	683	583	583	582	582
Total IIC extranjeras comercializadas en España <sup>4</sup>	1.067.708	1.317.674	1.643.776	1.413.140	1.520.804	1.643.776	1.645.699	-
Fondos extranjeros comercializados en España	204.067	230.104	298.733	267.824	279.236	298.733	325.003	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	863.641	1.087.570	1.345.043	1.145.316	1.241.568	1.345.043	1.320.696	-

1 Al agregar los datos se eliminan los partícipes/accionistas repetidos, es decir, un partícipe que lo es de varios compartimentos de la misma IIC solo se contabiliza una vez. Por este motivo, los datos de partícipes pueden no coincidir con los de los cuadros 3.6 y 3.7.

2 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

3 Datos disponibles: abril de 2016.

4 No se incluyen datos de los ETF.

#### Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I <sup>1</sup>	II <sup>2</sup>
Total IIC de carácter financiero	184.300,9	230.205,7	255.677,0	256.455,1	251.566,9	255.677,0	250.634,5	252.173,5
Fondos de inversión <sup>3</sup>	156.680,1	198.718,8	222.144,6	222.058,0	218.773,8	222.144,6	218.339,2	219.725,0
Sociedades de inversión	27.620,8	31.486,9	33.532,4	34.397,1	32.793,1	33.532,4	32.295,3	32.448,5
Total IIC inmobiliarias	4.536,2	1.226,3	1.093,1	1.106,9	1.140,9	1.093,1	1.117,8	1.101,1
Fondos de inversión inmobiliaria	3.682,6	419,8	391,0	419,5	420,3	391,0	390,2	386,3
Sociedades de inversión inmobiliaria	853,7	806,5	702,1	687,3	720,5	702,1	727,5	714,8
Total IIC extranjeras comercializadas en España <sup>4</sup>	54.727,2	78.904,3	108.091,6	100.881,2	85.462,1	108.091,6	107.329,1	-
Fondos extranjeros comercializados en España	8.523,2	11.166,0	15.305,1	13.916,7	12.225,2	15.305,1	16.372,7	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	46.204,0	67.738,3	92.786,5	86.964,5	73.236,9	92.786,5	90.956,4	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: abril 2016.

3 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en marzo de 2016, del orden de 5.205 millones de euros.

4 No se incluyen datos de los ETF.

a En las referencias a los «Fondos de inversión» y a las «Sociedades de inversión» de todo el capítulo, no se incluyen las IIC de inversión libre ni las IIC de IIC de inversión libre.

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

CUADRO 3.4

Millones de euros	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
Patrimonio	156.680,1	198.718,8	222.144,6	219.110,5	222.058,0	218.773,8	222.144,6	218.339,2
Cartera de inversiones financieras	149.343,3	187.693,9	204.797,4	203.840,3	204.654,1	200.475,4	204.797,4	199.377,2
Cartera interior	108.312,7	114.644,5	93.870,3	112.393,7	101.724,4	96.089,1	93.870,3	92.200,6
Valores representativos de deuda	79.480,4	79.694,4	58.488,4	75.800,1	64.583,0	59.171,7	58.488,4	57.983,1
Instrumentos de patrimonio	5.367,4	8.448,0	8.757,1	9.716,7	9.525,6	8.560,3	8.757,1	7.787,9
Instituciones de inversión colectiva	4.498,1	6.065,3	5.698,5	6.512,8	7.069,5	7.382,1	5.698,5	5.663,2
Depósitos en EE. CC.	18.443,7	19.927,4	20.482,9	19.578,8	19.918,9	20.590,5	20.482,9	20.559,8
Derivados	523,0	495,4	433,7	773,5	617,4	374,1	433,7	197,2
Otros	0,0	14,0	9,7	11,7	10,0	10,5	9,7	9,5
Cartera exterior	41.029,5	73.048,3	110.920,3	91.445,0	102.928,1	104.384,4	110.920,3	107.171,1
Valores representativos de deuda	20.312,8	38.582,2	48.505,7	45.230,0	46.368,7	47.112,2	48.505,7	47.603,5
Instrumentos de patrimonio	11.034,2	13.042,9	18.654,5	16.424,7	17.038,7	17.057,5	18.654,5	17.699,4
Instituciones de inversión colectiva	9.286,0	20.863,9	43.365,7	28.679,6	38.557,6	39.628,6	43.365,7	41.507,4
Depósitos en EE. CC.	45,6	243,3	104,1	177,1	158,7	141,3	104,1	125,0
Derivados	350,9	310,6	285,6	927,8	799,0	439,3	285,6	231,4
Otros	0,0	5,4	4,8	5,8	5,5	5,4	4,8	4,4
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	1,2	1,2	6,8	1,6	1,6	1,9	6,8	5,5
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	7.062,3	10.895,0	16.594,5	15.628,2	16.630,4	17.474,3	16.594,5	18.354,2
Neto deudores/acreedores	274,4	129,9	752,7	-358,0	773,5	824,2	752,7	607,8

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

2 Datos provisionales.

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

CUADRO 3.5

Millones de euros	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Patrimonio	27.620,8	31.486,9	33.532,4	34.681,6	34.397,1	32.793,1	33.532,4	32.295,3
Cartera de inversiones financieras	26.105,6	29.080,6	30.040,4	31.634,5	30.742,8	28.923,1	30.040,4	28.549,3
Cartera interior	12.118,9	11.063,7	9.426,6	11.262,7	10.244,7	9.545,9	9.426,6	8.796,2
Valores representativos de deuda	6.304,3	5.115,9	3.665,0	4.793,3	3.934,6	3.804,6	3.665,0	3.338,2
Instrumentos de patrimonio	3.005,5	3.324,4	3.090,7	3.606,8	3.461,4	3.161,8	3.090,7	2.913,2
Instituciones de inversión colectiva	1.134,9	1.433,0	1.418,4	1.645,1	1.623,3	1.464,0	1.418,4	1.355,6
Depósitos en EE. CC.	1.645,4	1.169,3	1.226,3	1.189,9	1.199,2	1.096,2	1.226,3	1.157,8
Derivados	1,4	-10,8	-7,4	-7,2	-7,9	-14,0	-7,4	-3,7
Otros	27,4	31,9	33,7	34,7	34,2	33,3	33,7	35,2
Cartera exterior	13.985,1	18.015,2	20.611,2	20.370,2	20.496,4	19.375,1	20.611,2	19.748,2
Valores representativos de deuda	2.613,7	3.897,1	4.474,4	4.481,9	4.421,7	4.381,2	4.474,4	4.455,6
Instrumentos de patrimonio	5.085,5	6.227,7	7.026,6	6.830,3	6.826,7	6.414,7	7.026,6	6.524,8
Instituciones de inversión colectiva	6.119,8	7.784,2	9.090,2	8.979,4	9.198,1	8.562,4	9.090,2	8.743,3
Depósitos en EE. CC.	5,5	2,3	6,2	3,5	12,3	10,3	6,2	8,9
Derivados	152,5	94,4	8,3	67,0	29,8	0,1	8,3	9,8
Otros	8,1	9,5	5,5	8,1	7,8	6,4	5,5	5,9
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	1,5	1,7	2,7	1,5	1,7	2,1	2,7	4,8
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Tesorería	1.302,0	2.197,7	3.211,3	2.836,5	3.435,2	3.462,6	3.211,3	3.389,8
Neto deudores/acreedores	213,1	208,5	280,6	210,5	219,0	407,3	280,6	356,2

1 Datos provisionales.

	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II <sup>3</sup>
<b>NÚMERO DE FONDOS</b>								
Total fondos de inversión	2.045	1.951	1.804	1.862	1.846	1.804	1.799	1.796
Renta fija <sup>4</sup>	384	359	319	359	350	319	309	310
Renta fija mixta <sup>5</sup>	122	123	132	126	128	132	135	137
Renta variable mixta <sup>6</sup>	128	131	142	132	134	142	147	151
Renta variable euro	108	103	109	109	108	109	111	112
Renta variable internacional	193	191	200	196	195	200	201	202
Garantizado renta fija	374	280	186	226	202	186	171	164
Garantizado renta variable <sup>7</sup>	308	273	205	225	215	205	204	194
Fondos globales	162	162	178	172	176	178	185	190
De gestión pasiva	169	227	213	221	218	213	221	217
Retorno absoluto	97	102	97	96	97	97	92	96
<b>PARTÍCIPES</b>								
Total fondos de inversión	5.050.719	6.409.806	7.682.947	7.396.161	7.505.825	7.682.947	7.699.646	7.762.221
Renta fija <sup>4</sup>	1.508.009	1.941.567	2.203.847	2.113.775	2.135.489	2.203.847	2.222.005	2.265.413
Renta fija mixta <sup>5</sup>	240.676	603.099	1.130.190	1.047.453	1.093.235	1.130.190	1.113.180	1.117.098
Renta variable mixta <sup>6</sup>	182.223	377.265	612.276	559.016	588.211	612.276	596.136	598.075
Renta variable euro	293.193	381.822	422.469	423.996	410.777	422.469	412.495	412.625
Renta variable internacional	457.606	705.055	1.041.517	955.135	988.191	1.041.517	1.052.810	1.055.571
Garantizado renta fija	1.002.458	669.448	423.409	498.140	453.383	423.409	378.017	370.043
Garantizado renta variable <sup>7</sup>	608.051	557.030	417.843	438.262	419.718	417.843	463.423	466.497
Fondos globales	128.741	223.670	381.590	371.784	396.176	381.590	383.066	385.211
De gestión pasiva	441.705	686.526	554.698	584.270	574.816	554.698	557.262	565.757
Retorno absoluto	188.057	264.324	479.182	404.330	429.512	479.182	505.442	510.292
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>								
Total fondos de inversión	156.680,1	198.718,8	222.144,6	222.058,0	218.773,8	222.144,6	218.339,2	219.725,0
Renta fija <sup>4</sup>	55.058,9	70.330,9	65.583,8	67.600,0	66.979,3	65.583,8	67.765,4	69.025,9
Renta fija mixta <sup>5</sup>	8.138,0	24.314,3	44.791,8	42.820,0	43.536,3	44.791,8	42.585,9	42.656,4
Renta variable mixta <sup>6</sup>	6.312,4	13.570,4	21.502,9	20.056,7	20.138,7	21.502,9	20.170,2	20.421,1
Renta variable euro	8.632,8	8.401,5	9.092,9	9.377,7	8.535,9	9.092,9	8.160,0	8.285,2
Renta variable internacional	8.849,0	12.266,4	17.143,2	16.320,9	15.545,7	17.143,2	16.162,8	16.195,6
Garantizado renta fija	31.481,2	20.417,0	12.375,6	14.702,3	13.437,4	12.375,6	10.818,8	10.451,5
Garantizado renta variable <sup>7</sup>	12.503,8	12.196,4	9.966,6	9.996,9	9.567,6	9.966,6	11.862,3	12.159,7
Fondos globales	4.528,1	6.886,3	12.683,3	11.587,0	11.743,2	12.683,3	12.300,8	11.902,9
De gestión pasiva	16.515,9	23.837,5	17.731,1	19.608,4	18.636,8	17.731,1	17.403,6	17.459,8
Retorno absoluto	4.659,9	6.498,1	11.228,1	9.988,1	10.595,6	11.228,1	11.073,7	11.139,6

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

2 A partir de julio de 2015 los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de la misma.

3 Datos disponibles: abril de 2016.

4 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional, monetario y monetario a corto plazo.

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

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

7 Incluye: Garantizados de rendimiento variable y Garantía parcial.

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

CUADRO 3.7

	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
<b>PARTÍCIPES</b>								
Total fondos de inversión	5.050.719	6.409.806	7.682.947	7.396.161	7.505.825	7.682.947	7.699.646	7.762.221
Personas físicas	4.906.380	6.235.148	7.494.162	7.206.805	7.317.375	7.494.162	7.512.398	7.574.835
Residentes	4.848.184	6.170.201	7.422.330	7.136.999	7.246.672	7.422.330	7.440.677	7.502.980
No residentes	58.196	64.947	71.832	69.806	70.703	71.832	71.721	71.855
Personas jurídicas	144.339	174.658	188.785	189.356	188.450	188.785	187.248	187.386
Entidades de crédito	521	493	532	615	606	532	480	474
Otros agentes residentes	143.083	173.351	187.395	187.916	187.003	187.395	185.938	186.077
Entidades no residentes	735	814	858	825	841	858	830	835
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>								
Total fondos de inversión	156.680,1	198.718,8	222.144,6	222.058,0	218.773,8	222.144,6	218.339,2	219.725,0
Personas físicas	125.957,2	159.423,5	181.868,0	179.160,5	177.186,3	181.868,0	178.669,1	179.843,1
Residentes	124.175,3	157.135,2	179.232,4	176.579,9	174.631,0	179.232,4	176.070,8	177.228,7
No residentes	1.781,9	2.288,3	2.635,6	2.580,6	2.555,3	2.635,6	2.598,2	2.614,4
Personas jurídicas	30.722,9	39.295,4	40.276,6	42.897,5	41.587,6	40.276,6	39.670,2	39.881,9
Entidades de crédito	547,6	459,8	483,0	524,2	492,5	483,0	500,3	624,0
Otros agentes residentes	29.743,3	38.245,2	39.071,0	41.739,8	40.378,2	39.071,0	38.598,3	38.671,9
Entidades no residentes	431,9	590,4	722,6	633,4	716,9	722,6	571,5	586,1

1 Datos disponibles: abril de 2016.

## Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo<sup>1, 2</sup>

CUADRO 3.8

Millones de euros	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I
<b>SUSCRIPCIONES</b>								
Total fondos de inversión	91.115,7	136.161,2	159.036,2	48.382,7	47.749,4	29.322,7	33.581,4	26.772,1
Renta fija	50.154,7	65.698,5	66.789,7	19.411,7	17.262,1	12.821,2	17.294,7	14.415,3
Renta fija mixta	4.569,8	21.675,7	36.441,2	12.631,5	13.267,9	5.307,6	5.234,2	2.429,8
Renta variable mixta	3.021,8	8.991,2	13.771,0	4.174,2	4.940,3	2.434,2	2.222,3	1.038,1
Renta variable euro	4.082,8	6.702,0	6.719,9	1.653,5	2.125,5	1.639,6	1.301,3	999,5
Renta variable internacional	3.697,4	5.843,2	11.236,2	3.177,2	3.274,7	2.274,9	2.509,4	1.560,4
Garantizado renta fija	5.964,0	847,8	562,4	207,8	41,7	251,4	61,5	131,1
Garantizado renta variable	1.937,5	3.684,6	1.993,2	174,8	281,9	428,3	1.108,2	2.370,8
Fondos globales	2.175,2	3.752,9	9.636,1	3.355,6	3.008,5	1.635,8	1.636,2	1.303,2
De gestión pasiva	13.627,5	15.081,3	3.350,5	1.118,2	530,3	894,4	807,6	969,2
Retorno absoluto	1.885,0	3.884,4	8.363,0	2.478,2	3.016,5	1.462,2	1.406,1	1.554,4
<b>REEMBOLSOS</b>								
Total fondos de inversión	66.982,7	100.188,5	135.569,6	34.975,3	40.183,3	27.182,6	33.228,4	27.264,5
Renta fija	36.371,6	52.205,8	72.141,1	18.334,6	21.188,9	13.745,3	18.872,3	12.336,8
Renta fija mixta	2.510,5	5.963,7	15.273,7	3.630,1	3.932,0	3.443,5	4.268,1	4.034,2
Renta variable mixta	1.139,9	2.423,5	5.617,2	1.507,4	1.392,1	1.245,9	1.471,8	1.750,9
Renta variable euro	2.352,5	4.517,1	6.251,0	1.750,8	1.893,6	1.526,9	1.079,7	1.251,1
Renta variable internacional	2.797,2	5.311,4	7.175,7	1.736,9	2.005,2	1.544,0	1.889,6	1.884,8
Garantizado renta fija	10.433,2	11.301,4	7.369,8	2.035,2	2.971,4	1.478,7	884,5	1.399,3
Garantizado renta variable	4.007,7	4.594,1	4.593,0	1.096,4	1.708,4	780,3	1.007,9	617,9
Fondos globales	1.327,8	1.570,6	3.830,8	1.002,8	863,3	979,7	985,0	1.381,2
De gestión pasiva	4.089,3	10.110,4	9.614,7	3.040,3	3.046,3	1.589,9	1.938,2	1.121,6
Retorno absoluto	1.952,8	2.190,5	3.551,6	840,8	1.182,1	709,7	819,0	1.477,0

1 Datos estimados.

2 A partir de julio de 2015 los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de la misma.



**Variación del patrimonio de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo:  
Suscripciones/reembolsos netos y rendimientos netos<sup>1</sup>**

CUADRO 3.9

Millones de euros	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I
<b>SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	24.086,2	35.794,5	22.763,6	12.863,8	7.536,9	2.128,4	234,5	-508,8
Renta fija	13.405,0	13.821,0	-4.816,1	1.021,4	-3.551,5	-629,0	-1.657,0	2.093,1
Renta fija mixta	2.369,7	15.689,2	20.903,0	9.002,9	9.509,7	1.552,8	837,6	-1.618,6
Renta variable mixta	2.673,3	6.842,3	8.227,3	2.666,8	3.533,3	1.150,2	877,0	-698,6
Renta variable euro	1.733,5	-338,3	467,2	-96,1	229,2	112,5	221,6	-274,1
Renta variable internacional	865,9	2.715,6	4.110,2	1.440,3	1.317,1	733,0	619,8	-132,8
Garantizado renta fija	-6.717,5	-11.761,5	-8.093,5	-2.243,4	-3.467,1	-1.309,5	-1.073,5	-1.566,5
Garantizado renta variable	-2.689,1	-651,7	-2.396,4	-936,0	-1.462,9	-287,5	290,0	1.984,5
Fondos globales	-176,7	2.110,3	5.787,9	2.308,8	2.111,3	692,8	675,0	-75,7
De gestión pasiva	12.675,2	5.632,0	-6.274,9	-1.932,5	-2.516,0	-695,7	-1.130,7	-113,5
Retorno absoluto	-53,2	1.735,6	4.802,6	1.631,6	1.833,8	750,2	587,0	-97,4
<b>RENDIMIENTOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	8.566,5	6.260,3	680,1	7.535,3	-4.589,2	-5.402,5	3.136,5	-3.290,6
Renta fija	990,0	1.451,7	69,3	707,5	-908,0	8,3	261,5	88,4
Renta fija mixta	267,6	487,2	-425,2	900,2	-906,9	-836,6	418,1	-587,1
Renta variable mixta	459,3	415,5	-294,8	801,8	-515,6	-1.068,3	487,3	-634,1
Renta variable euro	1.629,1	107,0	224,2	1.315,7	-472,6	-954,3	335,4	-658,8
Renta variable internacional	1.368,1	701,7	766,6	1.772,2	-475,2	-1.508,2	977,8	-847,6
Garantizado renta fija	1.754,3	697,3	52,1	98,3	-102,5	44,6	11,7	9,7
Garantizado renta variable	779,8	344,5	166,6	490,6	-291,2	-141,8	109,0	-88,8
Fondos globales	346,2	248,0	9,3	490,5	-209,7	-536,7	265,2	-306,9
De gestión pasiva	861,0	1.704,8	185,5	790,1	-563,7	-265,9	225,0	-208,3
Retorno absoluto	111,1	102,7	-72,7	168,3	-143,8	-142,6	45,4	-56,9

<sup>1</sup> A partir de julio de 2015 los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de la misma.

**Detalle de los rendimientos netos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo<sup>1</sup>**

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I
<b>RENDIMIENTOS DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	7,37	4,84	1,54	3,94	-1,81	-2,18	1,71	-1,26
Renta fija	2,96	3,20	0,85	1,19	-1,11	0,19	0,59	0,30
Renta fija mixta	5,20	5,16	1,06	3,49	-1,98	-1,61	1,25	-1,07
Renta variable mixta	11,84	6,46	0,83	5,78	-2,41	-4,85	2,65	-2,78
Renta variable euro	28,36	4,00	3,52	15,38	-4,44	-9,84	4,14	-7,64
Renta variable internacional	21,47	8,38	7,25	13,47	-2,46	-8,81	6,26	-4,84
Garantizado renta fija	5,80	3,52	1,20	0,75	-0,43	0,56	0,32	0,30
Garantizado renta variable	7,34	4,08	2,01	4,47	-2,54	-1,19	1,40	-0,61
Fondos globales	9,86	6,07	2,73	6,57	-1,68	-4,28	2,43	-2,23
De gestión pasiva	9,84	8,80	1,17	3,61	-2,52	-1,22	1,41	-1,02
Retorno absoluto	3,61	3,11	0,85	2,66	-1,33	-1,13	0,70	-0,28
<b>GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	0,98	0,98	1,00	0,26	0,24	0,24	0,26	0,24
Renta fija	0,68	0,70	0,65	0,17	0,16	0,16	0,16	0,14
Renta fija mixta	1,13	1,19	1,17	0,30	0,28	0,29	0,29	0,28
Renta variable mixta	1,51	1,42	1,44	0,41	0,33	0,33	0,36	0,34
Renta variable euro	1,85	1,80	1,78	0,51	0,42	0,39	0,45	0,43
Renta variable internacional	1,83	1,78	1,72	0,50	0,40	0,38	0,43	0,41
Garantizado renta fija	0,86	0,88	0,84	0,21	0,21	0,21	0,21	0,19
Garantizado renta variable	1,25	1,20	1,04	0,27	0,27	0,26	0,24	0,20
Fondos globales	1,32	1,20	1,10	0,39	0,23	0,21	0,27	0,25
De gestión pasiva	0,72	0,64	0,65	0,17	0,16	0,16	0,16	0,15
Retorno absoluto	1,13	1,07	1,00	0,29	0,23	0,23	0,25	0,24
<b>GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO</b>								
Total fondos de inversión	0,08	0,08	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	0,08	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,12	0,10	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable euro	0,09	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable internacional	0,12	0,11	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Fondos globales	0,08	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	0,08	0,07	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Retorno absoluto	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

1 A partir de julio de 2015 los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de la misma.

**Rentabilidad de los fondos de inversión: detalle por tipo de fondo<sup>1</sup>**

CUADRO 3.11

En %	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II <sup>2</sup>
Total fondos de inversión	6,50	3,67	0,89	-1,98	-2,36	1,51	-1,36	0,34
Renta fija	2,28	2,41	0,10	-1,24	-0,02	0,38	0,16	0,08
Renta fija mixta	4,16	3,67	0,16	-2,14	-1,84	0,97	-1,27	0,19
Renta variable mixta	10,85	4,70	0,15	-2,53	-4,97	2,43	-2,84	0,37
Renta variable euro	28,06	2,09	3,44	-4,81	-9,98	4,12	-6,99	2,69
Renta variable internacional	20,30	6,61	7,84	-2,75	-8,71	6,30	-4,62	0,86
Garantizado renta fija	4,96	2,54	0,27	-0,65	0,32	0,09	0,09	0,00
Garantizado renta variable	6,15	2,64	1,07	-2,76	-1,48	1,18	-0,87	0,15
Fondos globales	8,71	4,63	2,45	-1,82	-4,38	2,33	-2,21	0,46
De gestión pasiva	8,88	7,74	0,53	-2,68	-1,44	1,23	-1,13	0,52
Retorno absoluto	2,46	1,98	0,12	-1,47	-1,31	0,45	-0,51	0,16

1 A partir de julio de 2015 los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de la misma.

2 Datos disponibles: abril de 2016.

**IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre**

CUADRO 3.12

	2012	2013	2014	2015				2016
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Participes	2.415	2.819	3.089	3.024	3.120	3.121	3.089	3.030
Patrimonio (millones de euros)	1.036,7	1.369,5	1.762,0	1.585,2	1.704,1	1.708,4	1.764,8	1.622,7
Suscripciones (millones de euros)	401,7	574,6	596,6	144,5	249,8	151,1	51,2	18,4
Reembolsos (millones de euros)	414,3	293,8	260,5	61,9	85,2	54,9	58,5	90,1
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	-12,6	280,8	336,1	82,6	164,6	96,2	-7,3	-71,6
Rendimientos netos (millones de euros)	130,0	52,0	56,3	133,1	-45,8	-91,9	63,6	-70,4
Rentabilidad (en %)	16,48	5,30	4,83	9,71	-2,49	-5,56	3,90	-3,87
Rendimientos de gestión (%) <sup>2</sup>	17,22	7,39	6,17	10,14	-2,58	-5,05	4,36	-3,55
Gastos comisión de gestión (%) <sup>2</sup>	2,87	2,21	2,34	1,20	0,30	0,21	0,60	0,28
Gastos de financiación (%) <sup>2</sup>	0,04	0,32	0,51	0,17	0,13	0,11	0,10	0,03
<b>IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Participes	3.022	2.734	1.265	2.735	1.363	1.365	1.265	1.261
Patrimonio (millones de euros)	350,3	345,4	319,8	367,0	345,6	338,0	319,8	310,7
Suscripciones (millones de euros)	4,9	7,1	8,3	0,8	3,3	0,4	3,8	-
Reembolsos (millones de euros)	215,2	40,8	54,9	12,0	12,8	1,0	29,1	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	-210,3	-33,7	-46,6	-11,2	-9,5	-0,6	-25,3	-
Rendimientos netos (millones de euros)	20,6	28,9	21,0	32,8	-12,0	-7,0	7,2	-
Rentabilidad (en %)	4,39	8,48	6,16	9,63	-3,29	-1,90	2,07	-1,55
Rendimientos de gestión (%) <sup>3</sup>	5,78	9,72	6,61	9,50	-3,17	-1,86	2,45	-
Gastos comisión de gestión (%) <sup>3</sup>	1,28	1,07	0,48	0,28	0,22	0,21	0,23	-
Gastos comisión de depósito (%) <sup>3</sup>	0,08	0,08	0,04	0,02	0,02	0,02	0,02	-

1 Datos disponibles: febrero de 2016. Rentabilidad calculada para el periodo diciembre-febrero.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

**SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado<sup>1</sup>**

CUADRO 3.13

	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II <sup>3</sup>
<b>NÚMERO DE CARTERAS<sup>2</sup></b>								
Fondos de inversión	2.043	1.949	1.760	1.857	1.805	1.748	1.748	1.737
Sociedades de inversión	2.975	3.164	3.333	3.245	3.292	3.338	3.338	3.330
IIC de IIC de inversión libre	22	18	11	15	14	11	11	10
IIC de inversión libre	29	35	37	36	37	37	37	37
Fondos de inversión inmobiliaria	6	4	3	3	3	3	3	3
Sociedades de inversión inmobiliaria	10	7	6	6	6	6	6	6
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)</b>								
Fondos de inversión	156.680,1	198.718,8	222.144,6	222.058,0	218.773,8	222.144,6	218.339,2	219.725,0
Sociedades de inversión	26.830,1	30.613,8	32.879,4	33.432,2	32.003,7	32.879,4	31.766,3	31.930,6
IIC de IIC de inversión libre <sup>4</sup>	350,3	345,4	319,8	345,6	338,0	319,8	310,7	-
IIC de inversión libre <sup>4</sup>	1.036,6	1.328,0	1.764,8	1.641,7	1.699,2	1.764,8	1.622,7	-
Fondos de inversión inmobiliaria	3.682,6	419,8	391,0	419,5	420,3	391,0	390,2	386,3
Sociedades de inversión inmobiliaria	853,7	806,5	702,1	687,3	720,5	702,1	727,5	714,8

1 Se considera gestionado por SGIIC el 100 % del patrimonio de las SICAV cogestionadas por SGIIC y otra/s distintas de SGIIC.

2 Información de registro de IIC.

3 Datos disponibles: abril de 2016.

4 Datos disponibles para el primer trimestre de 2016: febrero de 2016.

IIC extranjeras comercializadas en España<sup>1</sup>

CUADRO 3.14

	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
<b>VOLUMEN DE INVERSIÓN<sup>3</sup> (millones de euros)</b>								
Total	54.727,2	78.904,3	108.091,6	95.322,6	100.881,2	85.462,1	108.091,6	107.329,1
Fondos	8.523,2	11.166,0	15.305,1	13.187,9	13.916,7	12.225,2	15.305,1	16.372,7
Sociedades	46.204,0	67.738,3	92.786,5	82.134,7	86.964,5	73.236,9	92.786,5	90.956,4
<b>N.º DE INVERSORES</b>								
Total	1.067.708	1.317.674	1.643.776	1.328.282	1.413.140	1.520.804	1.643.776	1.645.699
Fondos	204.067	230.104	298.733	260.013	267.824	279.236	298.733	325.003
Sociedades	863.641	1.087.570	1.345.043	1.068.269	1.145.316	1.241.568	1.345.043	1.320.696
<b>N.º DE INSTITUCIONES</b>								
Total	782	805	880	836	851	859	880	904
Fondos	409	405	425	414	417	421	425	428
Sociedades	373	400	455	422	434	438	455	476
<b>ESTADO DE ORIGEN</b>								
Luxemburgo	321	333	362	338	344	351	362	378
Francia	272	264	282	278	282	280	282	277
Irlanda	103	117	143	127	134	136	143	152
Alemania	32	33	32	32	32	32	32	32
Reino Unido	22	26	31	29	27	29	31	31
Holanda	2	2	2	2	2	2	2	2
Austria	24	25	23	25	25	24	23	23
Bélgica	4	4	4	4	4	4	4	4
Malta	1	0	0	0	0	0	0	0
Dinamarca	1	1	1	1	1	1	1	1
Finlandia	0	0	0	0	0	0	0	4

1 No se incluyen los datos de volumen de inversión y número de inversores de los ETF.

2 Datos provisionales.

3 Volumen de inversión: Importe resultante de multiplicar el número de acciones o participaciones en poder de los inversores, al final del periodo, por su valor en euros en dicha fecha.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias<sup>1</sup>

CUADRO 3.15

	2013	2014	2015	2015			2016	
				II	III	IV	I	II <sup>2</sup>
<b>FONDOS</b>								
Número	6	3	3	3	3	3	3	3
Partícipes	5.750	4.021	3.918	3.909	3.912	3.918	3.928	3.933
Patrimonio (millones de euros)	3.682,6	419,8	391	419,5	420,3	391,0	390,2	386,3
Rentabilidad (%)	-11,28	-5,87	-6,66	0,39	0,19	-6,96	-0,21	-1,00
<b>SOCIEDADES</b>								
Número	10	7	6	6	6	6	6	6
Accionistas	1.023	845	583	683	583	583	582	582
Patrimonio (millones de euros)	853,7	806,5	702,1	687,3	720,5	702,1	727,5	714,8

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

2 Datos disponibles: abril de 2016.



