



BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre II
2012



BOLETÍN DE LA CNMV

**Trimestre II
2012**

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

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

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

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

ISSN (edición impresa): 1887-7044

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Depósito Legal: M-17779-2007

Maqueta: Composiciones Rali, S.A.

Imprime: Artegraf, S.L.

Índice

I	Informe de coyuntura de mercados	9
II	Informes y análisis	45
	Tendencias recientes en el ahorro de los hogares españoles	47
	M ^a Isabel Cambón Murcia y Lucio Sanjuán del Peso	
	Análisis de la fusión de los MTF BATS y Chi-X por la autoridad británica de la competencia	71
	Carlos Aparicio Roqueiro	
III	Novedades regulatorias	89
	Principios normativos impulsados por IOSCO sobre las instituciones de inversión colectiva	91
	Verónica Grandón Labbé	
	Las entidades de asesoramiento de voto (<i>proxy advisors</i>): situación actual y recomendaciones normativas	111
	Grupo de expertos sobre entidades de asesoramiento de voto	
IV	Anexo legislativo	129
V	Anexo estadístico	135

Abreviaturas

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

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

I Informe de coyuntura de mercados (*)

(*) Este artículo ha sido elaborado por el Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.

1 Panorámica general

Los primeros compases de 2012 estuvieron caracterizados por un leve descenso de las tensiones en los mercados de deuda europeos y por la percepción de que la desaceleración económica a escala mundial podría ser menor de lo previsto a finales de 2011. Sin embargo, el incremento de la incertidumbre asociado al futuro del marco político y económico en Grecia ante las elecciones que finalmente se celebraron a mediados de junio dio lugar a una nueva etapa de turbulencias en los mercados financieros, que ha sido particularmente intensa en los mercados domésticos¹. En este contexto, en el que las dudas sobre el grado de saneamiento del sistema financiero español condicionaban en buena medida las condiciones de financiación de la práctica totalidad del sector financiero doméstico, el Gobierno español solicitó formalmente asistencia financiera europea el pasado 25 de junio.

Como en episodios anteriores de incertidumbre, en los mercados de deuda internacionales se observaron descensos en los tipos de interés de los bonos de deuda soberana de EE.UU., Alemania y el Reino Unido, que en el plazo de diez años se situaban holgadamente por debajo del 2% a finales del primer semestre del año. Por el contrario, los tipos de interés de las economías europeas más frágiles retomaron una tendencia alcista muy marcada que tendió a atenuarse en los últimos días de junio, como resultado parcial de las decisiones adoptadas en el Consejo Europeo de los días 28 y 29 de junio. En general, los niveles alcanzados por los tipos de interés de la deuda de estas economías fueron inferiores a los máximos observados en noviembre de 2011. Por su parte, el volumen de deuda emitido en la primera mitad del año descendió notablemente respecto al mismo periodo de 2011, como consecuencia de la disminución de las emisiones de deuda efectuadas por el sector público y por las entidades financieras. El volumen de emisiones en términos netos de estas últimas continuó registrando tasas negativas tanto en EE.UU. como en Europa.

Por su parte, los mercados internacionales de renta variable, que, en términos generales, habían mostrado avances en sus cotizaciones en el primer trimestre del año, tendieron a la baja con posterioridad. Así, desde las revalorizaciones de los primeros meses de 2012 –en algunos casos próximas al 20%– las principales referencias de renta variable empezaron a mostrar pérdidas, más intensas en los índices europeos, que retrocedieron entre el 4,7% y el 11,3%, y en los índices de las bolsas japonesas, que perdieron cerca de un 10% de su valor. En el conjunto del año, los índices de renta variable estadounidense son los que han mostrado los mayores incrementos en los precios.

En España, los datos de actividad más recientes, correspondientes al primer trimestre del año, confirmaron la debilidad del crecimiento económico doméstico, que, tras el

1 La fecha de cierre de este informe es el 29 de junio.

segundo descenso del PIB consecutivo en el primer trimestre de 2012, inició un nuevo periodo de recesión. Los indicadores más relevantes del mercado laboral no ofrecen, por el momento, síntomas de mejoría a la vista de la atonía del crecimiento doméstico, mientras que la inflación muestra una tendencia a la baja que mantiene el diferencial de inflación negativo con la zona del euro por encima del medio punto porcentual. El sector público continúa inmerso en un proceso de ajuste significativo, con el fin de reducir el déficit público de la economía por debajo del 6% del PIB a finales de año.

Los mercados financieros domésticos han sufrido con especial intensidad los efectos del último episodio de turbulencias en los mercados de deuda europeos, que se ha visto agravado por las dudas en torno a las necesidades de capital del sistema financiero doméstico. A pesar de que desde el 9 de junio el Gobierno español anunció su intención de solicitar ayuda financiera para este sector, que se efectuaría mediante una línea de crédito por un importe máximo de 100 mil millones, las turbulencias se mantuvieron presentes en los mercados de deuda hasta los últimos días de dicho mes. En este marco, los tipos de interés de la deuda pública se incrementaron notablemente en el segundo trimestre del año hasta máximos de la última década. En particular, en la referencia a diez años, los tipos de interés llegaron a superar el 7% a mediados de junio, elevando el diferencial con el tipo de interés del bono alemán hasta máximos cercanos a los 570 puntos básicos (en adelante p.b.), frente a los 470 p.b. que se registraron en el anterior máximo de noviembre de 2011. A finales de junio, la prima de riesgo se reducía hasta los 487 p.b., tras la publicación del informe de las auditoras independientes sobre la solvencia del sistema financiero español y las decisiones adoptadas en el Consejo Europeo del 28 y 29 de junio.

El encarecimiento en las condiciones de financiación de los agentes tuvo un cierto impacto en los volúmenes de deuda emitidos por el sector privado, particularmente por las entidades financieras. Aunque el volumen total de las emisiones (en términos brutos) creció en el primer semestre de 2012 un 51% –hasta los 207 mil millones– respecto al mismo periodo de 2011, un porcentaje elevado de las mismas fueron retenidas por las entidades con el fin de utilizar estos instrumentos como colateral en las operaciones de financiación con el Eurosistema. También se ha observado un fuerte incremento de las emisiones de pagarés, que han ejercido una competencia notable sobre los depósitos bancarios.

En los mercados de renta variable, las cotizaciones prácticamente no han dejado de caer en lo que va de año, como consecuencia de la debilidad del crecimiento doméstico y de la incertidumbre en torno a algunas entidades financieras. Así, el Ibex 35 cayó un 6,5% en el primer trimestre de 2012 y un 13,1% en el segundo, dejando un retroceso acumulado del 17,1% en el primer semestre de 2012 (-13,1% en 2011), mucho más intenso que el del resto de índices europeos de referencia. La tendencia a la baja de las cotizaciones fue generalizada en todos los sectores de la bolsa contemplados, salvo en el de bienes de consumo. De hecho, desde una perspectiva temporal amplia, el sector de bienes de consumo es el único cuyos precios son superiores a los observados antes de la crisis iniciada a mediados de 2007. En otros sectores, la caída de los precios acumulada desde entonces supera ampliamente el 50%. La contratación en el mercado de renta variable cayó cerca de un 23% en la primera mitad de 2012, continuando la tendencia del año anterior, mientras que las condiciones de liquidez tendieron a empeorar. La volatilidad creció hasta niveles cercanos al 50% en los primeros días de junio, pero a finales de dicho mes se redujo hasta valores próximos al 30%, algo superiores a su promedio histórico (25%).

	III-11	IV-11	I-12	II-12
Tipos de interés a corto plazo (%)¹				
Tipo de interés oficial	1,50	1,00	1,00	1,00
Euribor 3 meses	1,54	1,43	0,86	0,66
Euribor 12 meses	2,07	2,00	1,50	1,22
Tipos de cambio²				
Dólar / euro	1,35	1,29	1,34	1,26
Yen / euro	103,8	100,2	110	100,1
Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo³				
Alemania				
3 años	0,51	0,41	0,29	0,16
5 años	1,00	0,92	0,88	0,50
10 años	1,87	1,99	1,88	1,43
EE.UU.				
3 años	0,35	0,38	0,50	0,39
5 años	0,89	0,88	1,01	0,71
10 años	1,96	1,97	2,16	1,61
Primas de riesgo de la deuda privada: diferencial respecto a la deuda pública a 10 años (p.b.)³				
Zona del euro				
<i>High yield</i>	703	739	536	643
BBB	291	287	159	173
AAA	-12	-22	-84	-124
EE.UU.				
<i>High yield</i>	692	683	546	642
BBB	240	261	195	244
AAA	79	98	30	46
Mercados de renta variable				
Rentabilidad de los principales índices bursátiles internacionales (%) ⁴				
Euro Stoxx 50	-23,5	6,3	6,9	-8,6
Dow Jones	-12,1	12,0	8,1	-2,5
Nikkei	-11,4	-2,8	19,3	-11,3
Rentabilidad de otros índices (%)				
Merval (Argentina)	-26,7	0,0	9,0	-12,6
Bovespa (Brasil)	-16,2	8,5	13,7	-15,7
Shangai Comp. (China)	-14,6	-6,8	2,9	-1,7
BSE (India)	-12,1	-8,0	15,6	-0,7
Mercado bursátil español				
Rentabilidad del Ibex 35 (%)	-17,5	0,2	-6,5	-11,3
PER del Ibex 35 ⁵	8,3	9,2	9,7	8,7
Volatilidad del Ibex 35 (%) ⁶	41,2	36,2	25,1	38,7
Contratación en el SIBE ⁷	3.531	3.202	2.702	3.116

Fuente: CNMV, Thomson Datastream, Bloomberg, Reuters, Banco de España, Bolsa de Madrid, MEFF y AIAF.

- 1 Promedio mensual de datos diarios. El tipo de interés oficial corresponde al tipo marginal de la subasta semanal en el último día del periodo. El 5 de julio el BCE decidió rebajar el tipo de interés oficial en 25 p.b., hasta el 0,75%.
- 2 Datos a final de periodo.
- 3 Promedio mensual de datos diarios.
- 4 Se ofrecen las rentabilidades trimestrales acumuladas en cada periodo.
- 5 Ratio precio-beneficios (*price earning ratio*).
- 6 Volatilidad implícita *at-the-money* (ATM) del primer vencimiento a final del periodo. Media aritmética del trimestre.
- 7 Promedio diario, en millones de euros.

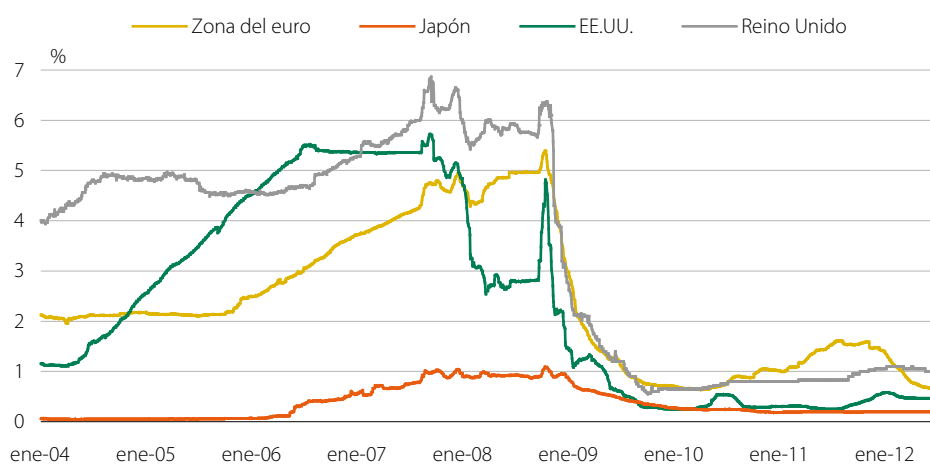
2 Entorno financiero exterior

2.1 Tipos de interés a corto plazo

Como se puede observar en el gráfico 1 y en el cuadro 2, a mediados de 2012, los tipos de interés a corto plazo de las principales áreas económicas avanzadas continuaban en niveles históricamente reducidos y similares a los observados a finales de 2011, excepto en la zona del euro, donde descendían cerca de 80 p.b., hasta niveles próximos al 0,7% en el plazo de tres meses, al 0,9% en el plazo de seis meses y al 1,2% en el plazo de doce meses, anticipando la rebaja del tipo de interés oficial por parte del BCE, que se anunció finalmente el 5 de julio. En EE.UU. los tipos de interés permanecían en junio en el 0,5%, 0,7% y 1,1% en los mismos plazos y en Japón en el 0,2%, 0,3% y 0,6%. La ausencia de variaciones significativas en los tipos de interés a corto plazo de estas economías se corresponde con el mantenimiento de los tipos de interés oficiales en estas áreas en niveles mínimos de los últimos años.

Tipos de interés a tres meses

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 29 de junio.

Por su parte, los diferenciales de tipos de interés entre las operaciones depo y repo del mercado interbancario en la zona del euro y en EE.UU. descendieron a lo largo del primer semestre del año desde los 125 p.b. hasta quedar cerca de los 50 p.b. en el primer caso, y desde los 50 p.b. hasta los 15 p.b. en el segundo. Aunque estos diferenciales continúan estando muy alejados de los observados a finales de 2008, no se puede decir que los mercados interbancarios en la zona del euro estén operando en condiciones de normalidad. Como se observa en el panel derecho del gráfico 2, la financiación (neta de depósitos) que obtuvieron las entidades financieras de la zona del euro por parte del Eurosistema mostró ciertos altibajos en los primeros meses de 2012, pero se mantuvo en un rango relativamente acotado (entre los 322 mil millones y los 382 mil millones de euros), a pesar de las dos subastas extraordinarias a 36 meses por parte del BCE. La relativa estabilidad de la financiación neta a las entidades de la zona reflejó en parte el sustancial incremento del uso de la facilidad de depósito, que en mayo ascendía a 771 mil millones. El fuerte aumento del recurso a esta facilidad, que comenzó en junio de 2011, cuando se encontraba en niveles cercanos a los 17 mil millones de euros, podría deberse parcialmente a un motivo de precaución por parte de las entidades fi-

nancieras de la zona y también al deseo de inmovilizar estos recursos en el BCE, con el fin de atender a los vencimientos de deuda a medida que se vayan produciendo.

Tipos de interés a corto plazo¹ (%)

CUADRO 2

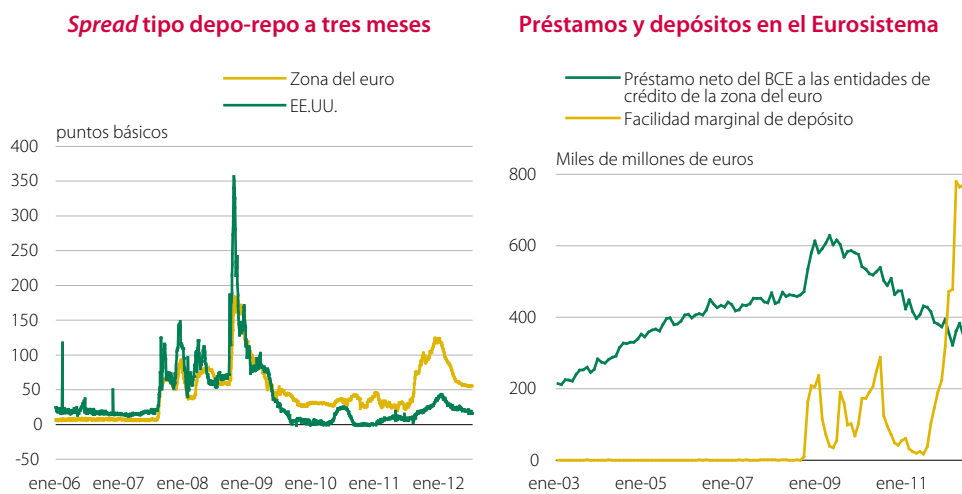
	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	sep-11	dic-11	mar-12	jun-12
Zona del euro								
Oficial ²	2,50	1,00	1,00	1,00	1,50	1,00	1,00	1,00
3 meses	3,27	0,71	1,02	1,43	1,54	1,43	0,86	0,66
6 meses	3,34	1,00	1,25	1,67	1,74	1,67	1,16	0,93
12 meses	3,43	1,24	1,53	2,00	2,07	2,00	1,50	1,22
EE.UU.								
Oficial ³	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3 meses	1,80	0,25	0,30	0,56	0,35	0,56	0,47	0,47
6 meses	2,15	0,45	0,46	0,78	0,52	0,78	0,74	0,74
12 meses	2,36	1,00	0,78	1,10	0,83	1,10	1,05	1,07
Reino Unido								
Oficial	2,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
3 meses	2,99	0,65	0,80	1,05	0,95	1,05	1,06	0,94
6 meses	3,12	0,95	1,05	1,40	1,20	1,40	1,38	1,23
12 meses	3,25	1,45	1,50	1,90	1,70	1,90	1,92	1,77
Japón								
Oficial ⁴	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
3 meses	0,91	0,28	0,18	0,20	0,19	0,20	0,20	0,20
6 meses	1,01	0,48	0,35	0,34	0,33	0,34	0,34	0,34
12 meses	1,12	0,70	0,57	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55

Fuente: Thomson Datastream.

- 1 Promedio mensual de datos diarios, excepto los tipos oficiales que corresponden al último día del periodo. Datos hasta el 29 de junio.
- 2 Tipo mínimo de puja de la subasta semanal. El 5 de julio el BCE decidió rebajar el tipo de interés oficial en 25 p.b., hasta el 0,75%.
- 3 Tipo de los fondos federales.
- 4 Tipo de la política monetaria.

Spreads del mercado interbancario y financiación del Eurosistema

GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream y BCE.

Las expectativas sobre los tipos de interés oficiales a corto plazo en la zona del euro y en EE.UU. a mediados de 2012 apuntaban a un mantenimiento de los mismos en los próximos 12 meses (véase cuadro 3). En el marco de la política monetaria de los países emergentes, cabe mencionar el ligero descenso de los tipos de interés en China, a la vista de la desaceleración de su actividad de los últimos meses².

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

CUADRO 3

	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	sep-11	dic-11	mar-12	jun-12
Zona del euro								
Contado	2,89	0,70	1,01	1,36	1,55	1,36	0,78	0,65
FRA 3x6	2,17	0,82	1,04	1,06	1,23	1,06	0,67	0,52
FRA 6x9	1,97	1,21	1,13	0,93	1,15	0,93	0,69	0,48
FRA 9x12	2,13	1,61	1,23	0,90	1,10	0,90	0,70	0,50
FRA 12x15	2,22	1,90	1,34	0,91	1,10	0,91	0,77	0,53
EE.UU.								
Contado	1,43	0,25	0,30	0,58	0,37	0,58	0,47	0,46
FRA 3x6	1,07	0,42	0,39	0,65	0,54	0,65	0,47	0,49
FRA 6x9	1,16	0,77	0,47	0,71	0,59	0,71	0,50	0,50
FRA 9x12	1,29	1,23	0,61	0,75	0,59	0,75	0,52	0,53
FRA 12x15	1,45	1,59	0,78	0,75	0,58	0,75	0,56	0,55

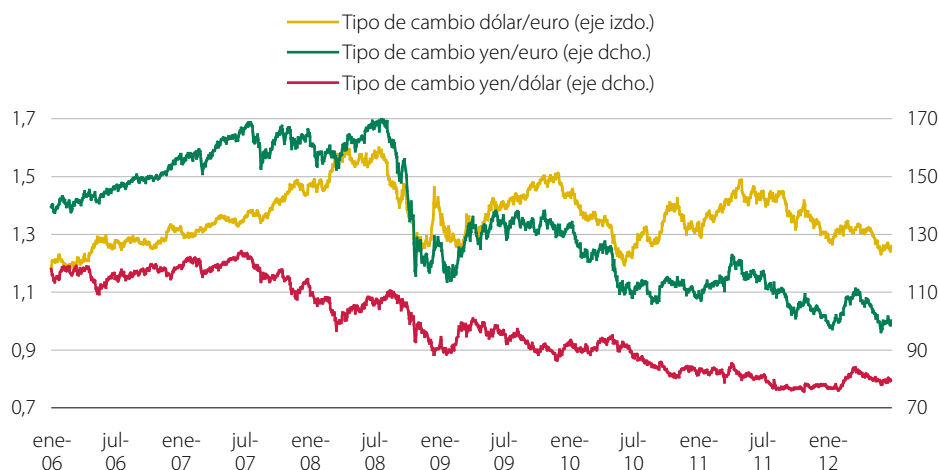
Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos a final de periodo. Datos hasta el 29 de junio.

2.2 Tipos de cambio

En los mercados de cambios, el euro, que se apreció con cierta intensidad en los dos primeros meses del año respecto a otras divisas de referencia, tendió a depreciarse posteriormente, particularmente desde el mes de mayo, como consecuencia de la incertidumbre asociada a la crisis de deuda europea. Frente al dólar, el tipo de cambio pasó de 1,32 dólares por euro en los primeros días de mayo hasta 1,25 dólares por euro a finales de junio. Frente al yen, el tipo de cambio del euro pasó de valores superiores a los 110 yenes por euro en marzo a valores por debajo de los 100 yenes por euro en junio.

2 El 8 de junio, el tipo de financiación principal a un año se redujo 25 p.b., desde el 6,56% hasta el 6,31%. Se trata del primer descenso desde el año 2008.



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 29 de junio.

2.3 Tipos de interés a largo plazo

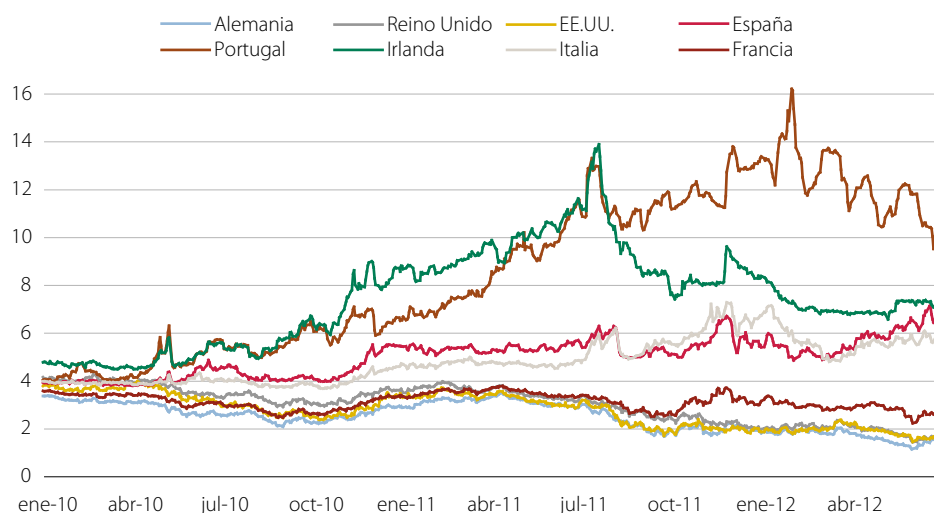
La tendencia de los tipos de interés a largo plazo de las principales economías avanzadas en la primera mitad de 2012 continuó mostrando pautas similares a las observadas desde que comenzaron en 2010 los episodios de inestabilidad asociados a la crisis de la deuda soberana en Europa. Así, de nuevo las compras de deuda soberana se desplazaron hacia instrumentos emitidos en Alemania, el Reino Unido y EE.UU., lo que elevó notablemente su precio y redujo sus tipos de interés hasta nuevos mínimos históricos. En el plazo de diez años, los tipos de interés de la deuda pública alemana, británica y estadounidense, que habían finalizado el año 2011 en niveles ligeramente inferiores al 2%, se situaban a finales de junio en el 1,6%, 1,7% y 1,7% respectivamente.

Por el contrario, los tipos de interés a largo plazo de la deuda de las economías europeas sobre las que persistía un mayor grado de incertidumbre, que se habían mantenido relativamente estables en los dos primeros meses del año, se incrementaron con posterioridad ante el mantenimiento de la incertidumbre relacionada con el resultado de las elecciones en Grecia y también con el grado de saneamiento del sistema financiero español, para el que el Gobierno de España solicitó formalmente asistencia financiera el 25 de junio³. Los mercados de deuda acogieron satisfactoriamente las decisiones adoptadas por el Consejo Europeo de los días 28 y 29 de junio, entre las que destacaba la posibilidad de recapitalizar directamente a los bancos de un Estado europeo o la flexibilización de los requisitos de funcionamiento del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Con todo, en la fecha de cierre de este informe (29 de junio), los tipos de interés de las economías más frágiles permanecían en niveles elevados. En el plazo de diez años, los tipos de la deuda soberana de Portugal, Irlanda, España e Italia se situaban en el 10,0%, 6,4%, 6,5% y 5,7%, respectivamente (véase gráfico 4).

3 De manera informal, el Gobierno español había anunciado previamente (el 9 de junio) su intención de solicitar asistencia financiera para el sector financiero doméstico, que se haría efectiva mediante una línea de crédito de un importe máximo de 100 mil millones de euros.

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

GRÁFICO 4



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 29 de junio.

Como se observa en el cuadro 4, el descenso de los tipos de interés de la deuda pública de las economías avanzadas más sólidas fue notable en todos los plazos contemplados desde marzo, particularmente en Alemania. En esta economía, los tipos de interés de la deuda a tres años descendieron 25 p.b. en el primer semestre del año, hasta el 0,2%, y los de la deuda a cinco años, 43 p.b., hasta el 0,50%. En EE.UU. y en el Reino Unido los tipos de interés de la deuda pública a tres y cinco años también se situaron en niveles muy reducidos, cercanos al 0,4% y al 0,7%, respectivamente, en ambas economías.

Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo¹ (%)

CUADRO 4

	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	sep-11	dic-11	mar-12	jun-12
Alemania								
3 años	2,07	1,55	1,16	0,41	0,51	0,41	0,29	0,16
5 años	2,50	2,27	1,91	0,92	1,00	0,92	0,88	0,50
10 años	3,04	3,22	2,90	1,99	1,87	1,99	1,88	1,43
EE.UU.								
3 años	1,07	1,37	0,98	0,38	0,35	0,38	0,50	0,39
5 años	1,51	2,33	1,92	0,88	0,89	0,88	1,01	0,71
10 años	2,40	3,59	3,29	1,97	1,96	1,97	2,16	1,61
Reino Unido								
3 años	2,60	1,67	1,14	0,55	0,65	0,55	0,59	0,37
5 años	2,80	2,69	2,07	0,82	1,22	0,82	1,11	0,74
10 años	3,33	3,94	3,61	2,12	2,48	2,12	2,17	1,59
Japón								
3 años	0,60	0,21	0,25	0,18	0,17	0,18	0,17	0,12
5 años	0,80	0,47	0,46	0,34	0,34	0,34	0,32	0,21
10 años	1,31	1,26	1,18	1,00	1,00	1,00	0,99	0,83

Fuente: Thomson Datastream.

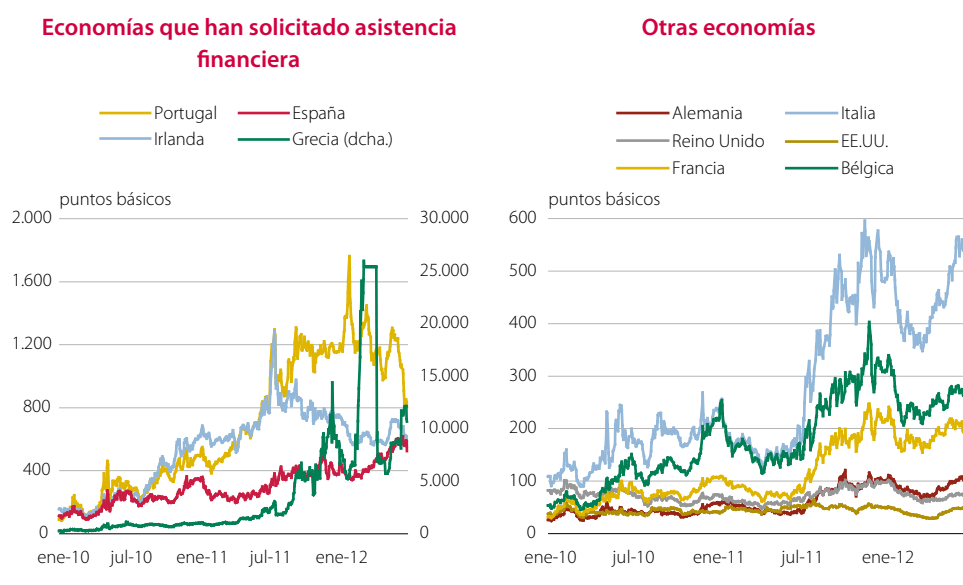
¹ Promedio mensual de datos diarios. Datos hasta el 29 de junio.

Las primas de riesgo soberano de las diferentes economías europeas se mantuvieron relativamente estables en los dos primeros meses del año, pero comenzaron a repuntar con cierta intensidad desde mediados de marzo, como consecuencia de un nuevo rebrote de inestabilidad en los mercados de deuda soberana en Europa. En los últimos días de junio, las primas de riesgo de crédito soberano mostraban una cierta tendencia a la baja que se intensificó tras la reunión del Consejo Europeo, si bien, en la fecha de cierre del informe, sus niveles seguían siendo históricamente elevados (véase gráfico 5). Los indicadores de efectos cruzados entre los CDS soberanos europeos revelan que el factor común presente en estos mercados asociable a riesgo sistémico, que podría estar capturando en cierta medida el CDS soberano griego, continúa siendo muy elevado (véase gráfico 6).

En este marco, a finales de junio las primas de riesgo soberano (evaluadas con la información de los CDS) de las economías europeas que no habían solicitado ayuda financiera a la UE se situaban en niveles muy elevados, aunque inferiores a los observados en noviembre de 2011. En particular, la prima de riesgo de crédito soberano en Italia, Bélgica y Francia ascendía a 480 p.b., 234 p.b. y 185 p.b. respectivamente (véase panel derecho del gráfico 5). En España, la prima de riesgo soberano a mediados de año se acercaba a los 525 p.b., en Irlanda, a los 554 p.b. y en Portugal superaba los 800 p.b. (véase panel izquierdo del gráfico 5).

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

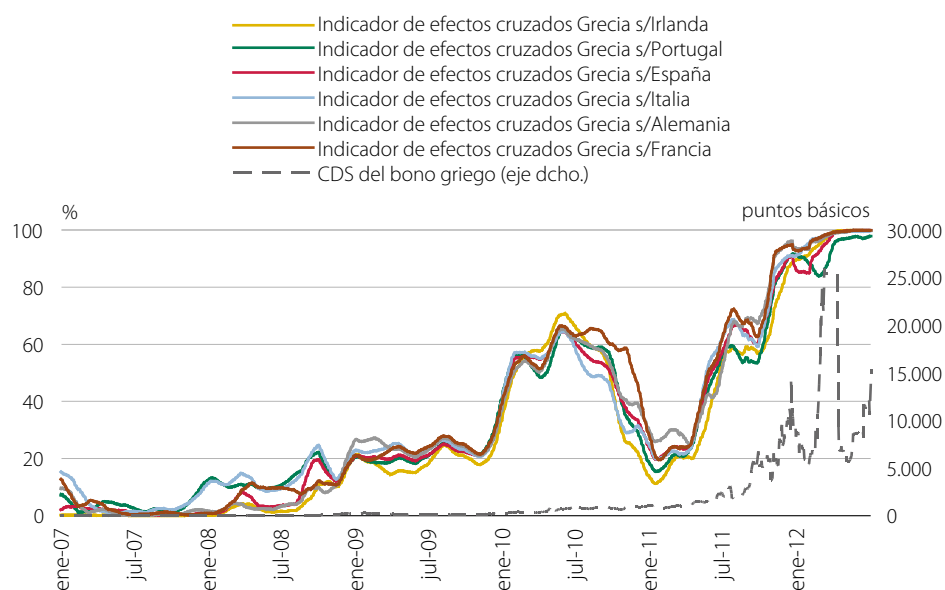
GRÁFICO 5



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 29 de junio.

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

GRÁFICO 6

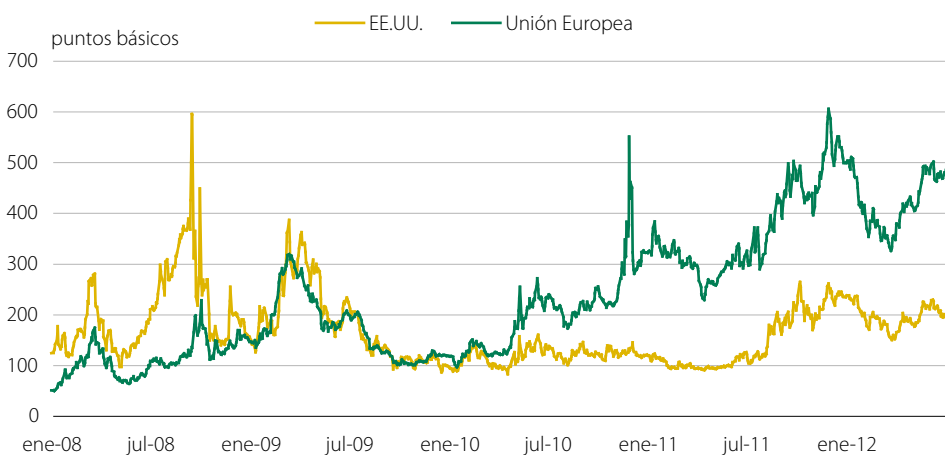


Fuente: CNMV. El indicador muestra el porcentaje de la variación de las primas de CDS referentes a varios países europeos que no se debe a la información histórica, sino a los *shocks* contemporáneos en el riesgo de crédito de Grecia. Este indicador toma valores más elevados conforme aumenta la intensidad del efecto que producen los *shocks* específicos del riesgo soberano griego. Datos hasta el 29 de junio.

El hecho de que una parte del incremento de las turbulencias en los mercados de deuda soberana haya estado relacionado con las dudas sobre la sostenibilidad del sistema financiero europeo, particularmente del español, puede apreciarse en el notable incremento de las primas de riesgo de las entidades bancarias, cuyo promedio para el conjunto de la Unión Europea quedó ligeramente por debajo de los 500 p.b. a mediados de año (véase gráfico 7). La prima de riesgo de crédito del sector bancario estadounidense también se incrementó desde mediados de marzo, pero con mucha menos intensidad, situándose cerca de los 200 p.b. en junio, unos niveles muy alejados de los 600 p.b. que alcanzaron a finales de 2008.

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

GRÁFICO 7



Fuente: Thomson Datastream, índices elaborados por CMA. Datos hasta el 29 de junio.

Las primas de riesgo de la deuda del sector corporativo privado, que se habían reducido sensiblemente en el primer trimestre de 2012, especialmente en la zona del euro, revirtieron su tendencia desde marzo, especialmente en los segmentos de peor calidad crediticia (véase cuadro 5). Con todo, las primas de riesgo observadas siguieron estando notablemente por debajo de los máximos alcanzados a finales de 2008 y, como se puede apreciar en el gráfico 8, los volúmenes de deuda en términos netos emitidos por estas entidades se comportaron de forma satisfactoria.

Primas de riesgo de la deuda privada¹

CUADRO 5

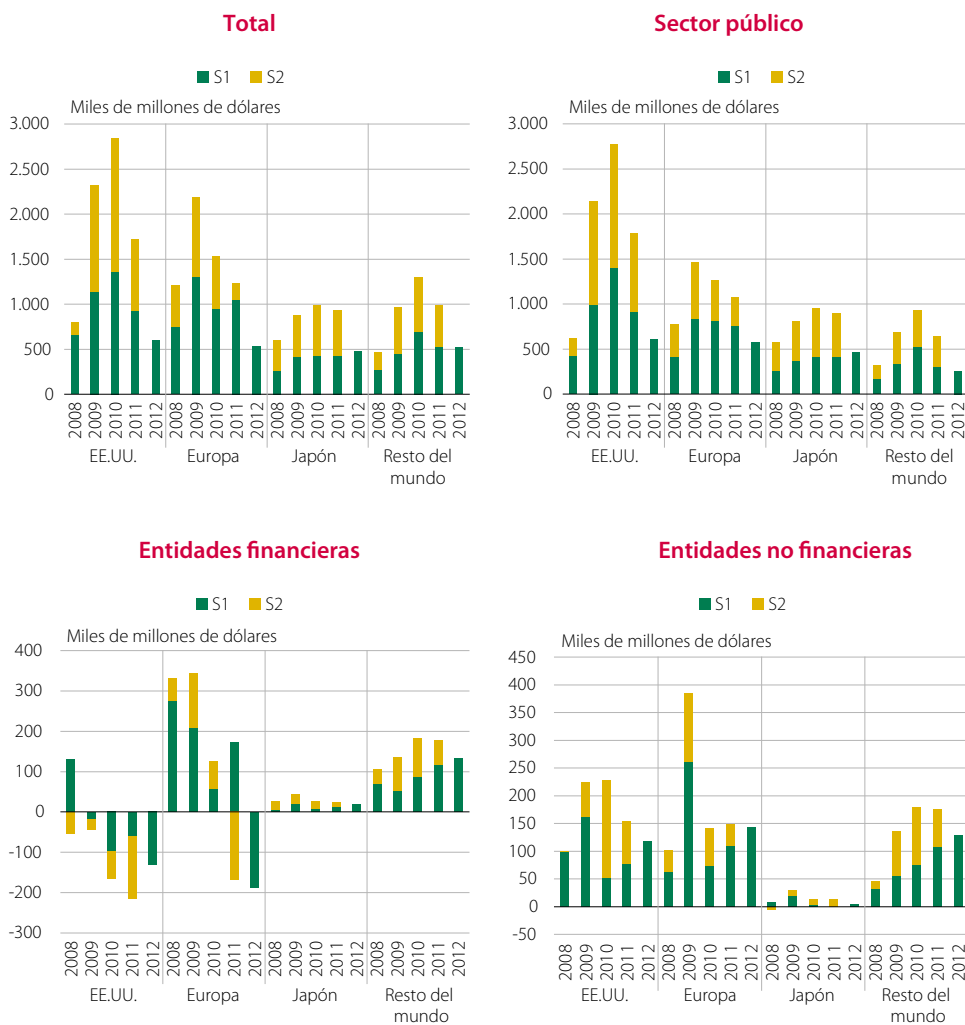
Diferencial respecto a la deuda pública a diez años, puntos básicos

	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	sep-11	dic-11	mar-12	jun-12
Zona del euro								
<i>High yield</i>	2.181	714	462	739	703	739	536	643
BBB	621	242	170	287	291	287	159	173
AAA	160	28	14	-22	-12	-22	-84	-124
EE.UU.								
<i>High yield</i>	1.923	582	461	683	692	683	546	642
BBB	737	189	145	261	240	261	195	244
AAA	315	51	37	98	79	98	30	46

Fuente: Thomson Datastream.

1 Promedio mensual de datos diarios. Datos hasta el 29 de junio.

La evolución del volumen de emisiones internacionales de deuda en términos netos a lo largo del primer semestre de 2012 fue heterogénea entre las diferentes economías y, sobre todo, entre los diferentes tipos de emisores. En términos agregados, el volumen de emisiones netas de deuda ascendió a 2,1 billones de dólares en los primeros seis meses de 2012, un 27% menos que en el mismo periodo del año anterior, como consecuencia de su retroceso tanto en EE.UU. como en Europa. Por tipo de emisor, se observó un descenso de los volúmenes de deuda emitidos por el sector público, que, con todo, siguen concentrando la mayoría de las emisiones. Las emisiones de deuda netas efectuadas por las entidades financieras en el primer semestre del año fueron negativas tanto en EE.UU. como en Europa. En EE.UU., estas emisiones se mantienen en terreno negativo desde la segunda mitad de 2008, mientras que en Europa esta tendencia tiene su origen en el segundo semestre de 2011, con la intensificación de las turbulencias en los mercados de deuda de la zona. Por el contrario, las emisiones de deuda efectuadas por las sociedades no financieras en todas las áreas geográficas contempladas se incrementaron con cierta intensidad respecto al mismo periodo de 2011 (véase gráfico 8).



Fuente: Dealogic. Datos semestrales.

2.4 Las bolsas internacionales

Los mercados internacionales de renta variable, en términos generales, mostraron avances en sus cotizaciones en el primer trimestre, que revirtieron con posterioridad. En la primera parte del año, la leve disminución de las tensiones en los mercados de deuda en Europa, unida a la percepción de que la desaceleración del crecimiento a escala mundial no sería tan pronunciada como los principales organismos habían pronosticado a finales de 2011, permitió avances notables en los principales índices de renta variable, particularmente en los de EE.UU., en los de Japón y en el conjunto de bolsas europeas, especialmente en el índice alemán. En algunos de estos índices, la revalorización acumulada en el primer trimestre del año se aproximó al 20% (véase cuadro 6).

Esta tendencia se truncó desde el comienzo de la primavera, como consecuencia de un nuevo recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda europeos relacionado con la incertidumbre existente en torno al resultado de las elecciones en Grecia –que finalmente se celebraron a mediados de junio– y, también, en torno al grado de saneamiento del sistema financiero español. Los índices se recuperaron

con cierta intensidad a lo largo del mes de junio, impulsados en los últimos días del mes por los acuerdos adoptados en el Consejo Europeo, si bien no lograron deshacer las pérdidas acumuladas durante el segundo trimestre del año. En este periodo, los índices estadounidenses perdieron entre un 2,5% y un 5,1% de su valor, los japoneses se dejaban cerca de un 10% y los europeos descendían entre un 4,7% y un 11,3%.

En el transcurso de 2012, los índices de las bolsas estadounidenses son los que han mostrado un crecimiento superior, con avances que han oscilado entre el 5,4% del Dow Jones y el 12,7% del Nasdaq. En las bolsas japonesas los índices han mostrado un incremento acumulado cercano al 6%, mientras que en Europa, estos han presentado una heterogeneidad superior, al moverse entre las pérdidas del índice español Ibex 35 (-17,1%) y las ganancias del índice alemán Dax 30 (8,8%).

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹ (%)

CUADRO 6

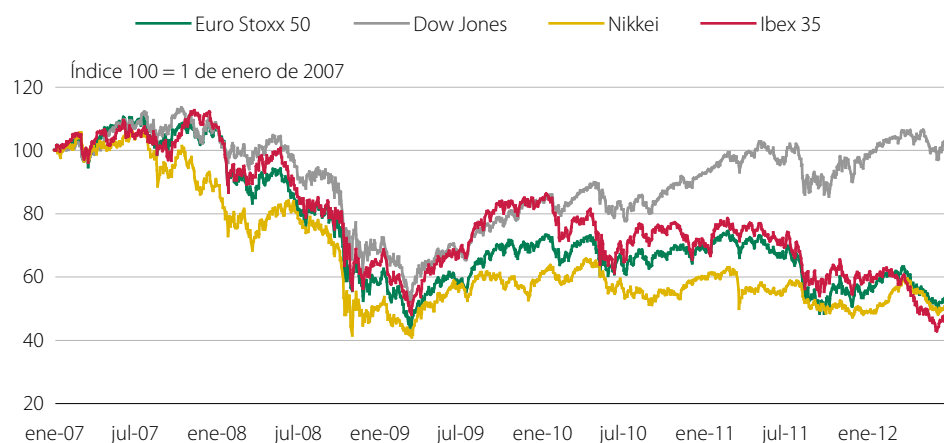
	2008	2009	2010	2011	III-11	IV-11	I-12	II-12	
								% s/ trim. ant.	% s/ 31/12/11
Mundo									
MSCI World	-42,1	27,0	9,6	-7,6	-17,1	7,1	10,9	-5,8	4,5
Zona del euro									
Euro Stoxx 50	-44,4	21,1	-5,8	-17,1	-23,5	6,3	6,9	-8,6	-2,2
Euronext 100	-45,2	25,5	1,0	-14,2	-20,6	6,0	8,3	-4,7	3,2
Dax 30	-40,4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

Fuente: Datastream.

¹ En moneda local. Datos hasta el 29 de junio.

Evolución de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 9

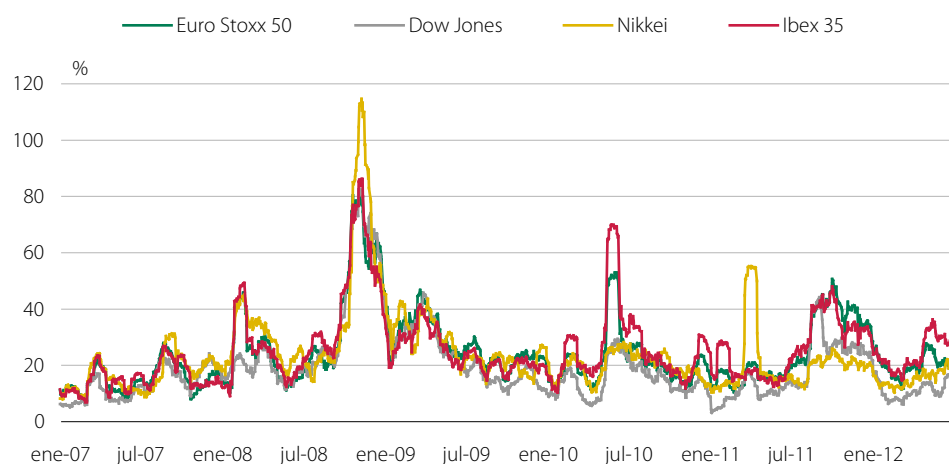


Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 29 de junio.

En este entorno, la volatilidad de los principales índices de renta variable tendió a aumentar ligeramente a lo largo del año, aunque se mantuvo en niveles cercanos al 20% en casi todos los casos, en línea con los promedios históricos de esta variable (véase gráfico 10).

Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 10



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 29 de junio.

Las rentabilidades por dividendo de los principales índices internacionales de renta variable, que habían descendido a lo largo del primer trimestre de 2012, se incrementaron con posterioridad hasta niveles similares a los de finales de 2011. Los índices estadounidenses y japoneses continuaron mostrando las rentabilidades por dividendo más reducidas, con valores cercanos al 2,6%, mientras que la rentabilidad de los índices europeos fue superior (véase cuadro 7), al oscilar entre el 4,3% del índice británico (FTSE 100) y el alemán (Dax 30) y el 8,7% del índice español Ibex 35.

Rentabilidad por dividendo de los principales índices bursátiles (%)

CUADRO 7

	2007	2008	2009	2010	2011	sep-11	dic-11	mar-12	jun-12
S&P 500	2,2	3,5	2,3	2,2	2,6	2,8	2,6	2,4	2,6
Topix	1,5	2,7	1,8	1,9	2,6	2,4	2,6	2,2	2,6
Euro Stoxx 50	3,7	7,5	4,2	4,8	6,3	7,3	6,3	5,8	6,4
Euronext 100	3,8	7,9	4,2	4,3	5,6	6,4	5,6	5,2	5,6
FTSE 100	3,9	5,8	3,7	3,8	4,1	4,2	4,1	4,0	4,3
Dax 30	2,5	5,4	3,5	2,9	4,2	4,2	4,2	3,6	4,3
Cac 40	4,3	8,1	5,0	5,2	7,0	8,0	7,0	6,2	6,8
Mib 30	3,8	8,6	3,4	3,8	5,4	5,6	5,4	4,6	5,0
Ibex 35	3,1	6,2	3,9	5,9	6,9	8,7	6,9	7,3	8,7

Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 29 de junio.

Las ratios de precio sobre beneficio (PER) de los principales índices bursátiles tendieron a incrementarse a lo largo de los primeros meses de 2012, en línea con la revalorización de las cotizaciones. A finales de marzo, las ratios de los índices estadounidenses y japoneses eran superiores a 13, y cercanas a 10 en el caso de los índices europeos. La disminución de los precios de las cotizaciones en el segundo trimestre del año dio lugar a un cierto retroceso de estas ratios, que fue más intenso en las bolsas europeas y en el índice japonés. A mediados de año, los niveles del PER oscilaban entre el 8,5 del Euro Stoxx 50 y el 9,6 del FTSE 100 entre los índices europeos, algo inferiores a los observados en los índices estadounidenses y japoneses (véase cuadro 8). En general, los niveles del PER de los principales índices continúan estando en niveles reducidos en relación a sus promedios históricos (véase gráfico 11).

PER¹ de los principales índices bursátiles

CUADRO 8

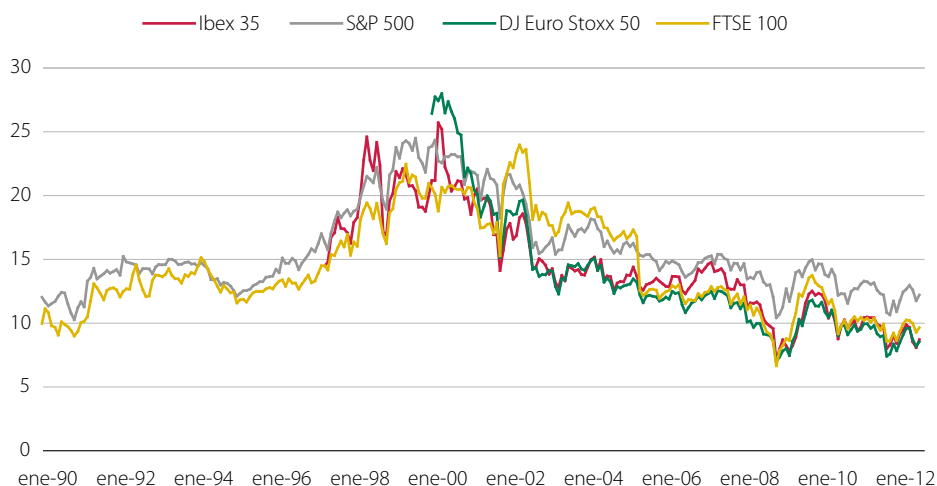
	2007	2008	2009	2010	2011	sep-11	dic-11	mar-12	jun-12
S&P 500	14,7	11,3	14,6	13,1	11,7	10,7	11,7	13,0	12,2
Topix	15,1	15,6	19,3	13,6	11,6	11,4	11,6	13,5	10,9
Euro Stoxx 50	11,6	7,8	11,5	9,5	8,5	7,6	8,5	9,6	8,5
Euronext 100	12,3	8,3	12,7	10,6	9,4	8,6	9,4	10,7	9,5
FTSE 100	12,1	8,3	12,5	10,5	9,3	8,6	9,3	10,2	9,6
Dax 30	12,3	8,8	12,7	10,8	9,0	8,1	9,0	10,6	8,9
Cac 40	11,8	8,0	12,1	10,0	8,7	7,8	8,7	9,9	8,8
Mib 30	11,5	7,6	12,4	10,0	8,4	7,7	8,4	9,7	7,9
Ibex 35	13,0	8,7	12,3	9,7	9,2	8,3	9,2	9,7	8,7

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

1 Los beneficios por acción del denominador de esta ratio están basados en previsiones a 12 meses.

PER¹ de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 11



Fuente: Thomson Datastream. Datos para la última sesión de cada mes. Datos hasta el 29 de junio.

1 Los beneficios por acción del denominador de esta ratio están basados en previsiones a 12 meses.

Rentabilidad de otros índices bursátiles internacionales

CUADRO 9

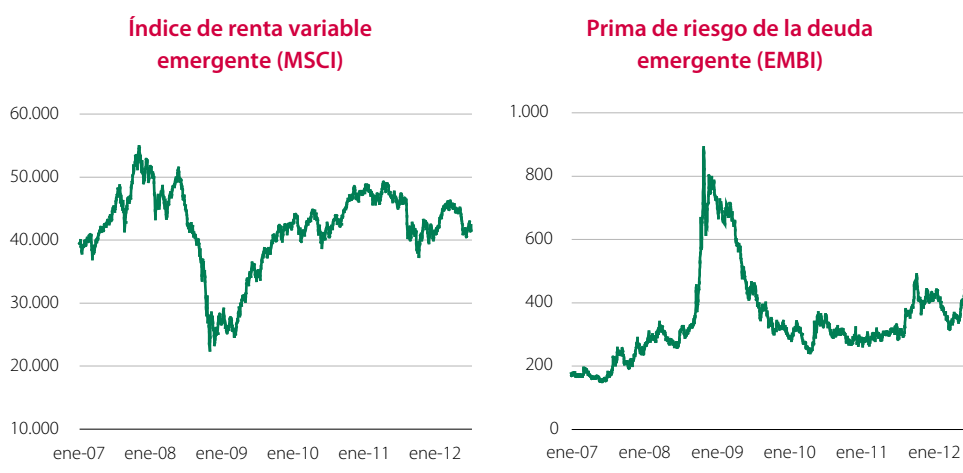
Índice	2008	2009	2010	2011	III -11	IV -11	I -12	II-12		
								% trim.	% 30/12/11	
Latinoamérica										
Argentina	Merval	-49,8	115,0	51,8	-30,1	-26,7	0,0	9,0	-12,6	-4,7
Brasil	Bovespa	-41,2	82,7	1,0	-18,1	-16,2	8,5	13,7	-15,7	-4,2
Chile	IGPA	-19,6	46,9	38,2	-12,4	-17,0	7,1	10,3	-5,1	4,7
México	IPC	-24,2	43,5	20,0	-3,8	-8,4	10,7	6,6	1,7	8,4
Perú	IGRA	-59,8	99,2	66,4	-16,7	-2,9	6,2	21,3	-14,4	3,8
Venezuela	IBC	-7,4	57,0	18,6	79,1	23,9	17,5	70,6	26,1	115,2
Asia										
China	Shangai Comp.	-65,4	80,0	-14,3	-21,7	-14,6	-6,8	2,9	-1,7	1,2
India	BSE	-55,3	85,0	15,7	-25,7	-12,1	-8,0	15,6	-0,7	14,8
Corea del Sur	Korea Cmp. Ex	-40,7	49,7	21,9	-11,0	-15,8	3,2	10,3	-7,9	1,5
Filipinas	Manila Comp.	-48,3	63,0	37,6	4,1	-6,8	9,3	16,8	2,7	20,0
Hong Kong	Hang Seng	-48,3	52,0	5,3	-20,0	-21,5	4,8	11,5	-5,4	5,5
Indonesia	Yakarta Comp.	-50,6	87,0	46,1	3,2	-8,7	7,7	7,8	-4,0	3,5
Malasia	Kuala Lumpur Comp.	-39,3	45,2	19,3	0,8	-12,2	10,4	4,3	0,2	4,5
Singapur	SES All-S'Pore	-49,2	64,5	10,1	-17,0	-14,3	-1,1	13,8	-4,4	8,8
Tailandia	Bangkok SET	-47,6	63,2	40,6	-0,7	-12,0	11,9	16,7	-2,1	14,3
Taiwán	Taiwan Weighted Pr.	-46,0	78,3	9,6	-21,2	-16,5	-2,1	12,2	-8,0	3,2
Europa del Este										
Rusia	Russian RTS Index	-72,4	128,6	22,5	-21,9	-29,7	3,0	18,5	-17,5	-2,3
Polonia	Warsaw G. Index	-51,1	46,9	18,8	-20,8	-21,0	-1,8	9,8	-1,1	8,6
Rumanía	Romania BET	-70,5	61,7	12,3	-17,7	-21,4	0,2	23,9	-15,7	4,4
Bulgaria	Sofix	-79,7	19,1	-15,2	-11,1	-16,1	-7,2	-4,1	-5,2	-9,0
Hungría	BUX	-53,3	73,4	0,5	-20,4	-30,5	7,6	9,8	-6,9	2,2
Croacia	CROBEX	-67,1	16,4	5,3	-17,6	-16,9	-6,2	5,4	-7,6	-2,7

Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 29 de junio.

Los índices de renta variable de las economías emergentes presentaron una tendencia en línea con la de las economías avanzadas en el primer semestre del año, con revalorizaciones de cierta cuantía en el primer trimestre y retrocesos en los meses posteriores. Sin embargo, se observaron algunas diferencias notables entre las diferentes regiones y dentro de cada región contemplada. Así, a mediados de año, las bolsas de las economías emergentes asiáticas eran las que presentaban mayores avances en sus precios, que fueron generalizados en todos los índices contemplados (véase cuadro 9). Las mayores revalorizaciones se observaron en el índice filipino (20,0%), el indio (14,8%) y el tailandés (14,3%). El principal índice de la bolsa china presentaba un incremento más modesto en la primera mitad del año (1,2%), con una tendencia menos volátil. El comportamiento de los índices de otras bolsas emergentes fue más heterogéneo. En Latinoamérica, los principales índices de Brasil y Argentina mostraban retrocesos del 4,7% y del 4,2%, respectivamente, en el primer semestre del año, mientras que el resto de los índices más importantes de la región presentaban avances en sus cotizaciones. En Europa del Este, la rentabilidad acumulada de los índices de renta variable oscilaba entre el -9% del índice búlgaro y el 8,6% del polaco.

Valoración del riesgo en las economías emergentes

GRÁFICO 12



Fuente: Thomson Datastream y Bloomberg. Datos hasta el 29 de junio.

Según los datos de la Federación Internacional de Bolsas de Valores (WFE, en sus siglas en inglés), la contratación en los mercados bursátiles entre enero y mayo de 2012 descendió cerca de un 18% (en el conjunto de 2011 apenas varió, con un -0,1%). En las bolsas estadounidenses, el descenso de la contratación osciló entre el 6,6% del Nasdaq y el 16,9% del NYSE; en las bolsas europeas, lo hizo entre el 14,7% de la bolsa de Londres y el 23% del BME; y en las asiáticas, entre el 15,5% de la bolsa australiana y el 35,9% de la bolsa de Shanghái, en China.

Importes en miles de millones de euros

Bolsa	2008	2009	2010	2011	III-11	IV-11	I-12	II-12 ⁴
EE.UU. ¹	48.488	22.451	23.188	21.940	6.471	5.113	4.647	3.418
Nueva York	23.042	12.627	13.553	12.866	3.742	2.985	2.639	1.930
Tokio	3.816	2.656	2.872	2.831	716	566	723	454
Londres ²	4.374	1.270	2.084	2.021	534	410	467	302
Euronext	3.028	1.383	1.533	1.520	421	305	321	221
Deutsche Börse	3.211	1.084	1.237	1.252	362	260	283	172
BME ³	1.243	886	1.037	925	234	206	177	194

Fuente: Federación Internacional de Bolsas de Valores y CNMV.

1 Desde 2009 se considera la suma de New York Stock Exchange (NYSE), Euronext y Nasdaq OMX. Anteriormente era la suma de New York Stock Exchange, Nasdaq OMX y American Stock Exchange.

2 Desde 2010 integra Borsa Italiana.

3 Bolsas y Mercados Españoles. No incluye Latibex.

4 Datos correspondientes a abril y mayo, salvo para BME, que incluye hasta el 29 de junio.

3 Evolución reciente de los mercados financieros nacionales

3.1 Mercados de renta fija

El agravamiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana europea tuvo un fuerte impacto en los mercados de renta fija domésticos en el segundo trimestre del año, tras la relajación acontecida durante el trimestre previo como resultado de las operaciones especiales de financiación a largo plazo del BCE. Desde marzo, el repunte en la incertidumbre agregada, relacionada con los eventos antes comentados en torno a Grecia, tuvo un fuerte impacto en los mercados de deuda nacionales, con incrementos sustanciales en los tipos de interés, tanto del sector público como del privado, y en las primas de riesgo de crédito. El endurecimiento de las condiciones de financiación de los agentes fue especialmente intenso en el conjunto de las entidades financieras y en el sector público de la economía, como consecuencia de la intensificación del efecto de contagio entre el riesgo de crédito de ambos sectores. En los últimos días de junio, los tipos de interés de la deuda pública española descendían ligeramente, ayudados parcialmente por los acuerdos del Consejo Europeo de finales de ese mes, si bien permanecían en niveles históricamente elevados.

En particular, los tipos de interés de la deuda pública española a corto plazo repuntaron de forma notable en el segundo trimestre del año, especialmente en el plazo de seis y doce meses, tras el descenso mostrado en el trimestre precedente. Así, entre marzo y junio, el tipo de interés de las Letras del Tesoro a tres meses aumentó en 82 p.b., hasta el 1,20%. El tipo de interés de las Letras del Tesoro a seis meses se incrementó en 189 p.b., hasta el 2,53%, y el de las Letras del Tesoro a doce meses, en 276 p.b., hasta el 4,09%. Salvo en el plazo de doce meses, los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública a mediados de año eran inferiores a los de finales de 2011 (véase cuadro 11).

Tipos de interés a corto plazo¹ (%)

CUADRO 11

	dic-09	dic-10	dic-11	sep-11	dic-11	mar-12	jun-12
Letras del Tesoro							
3 meses	0,41	1,60	2,20	1,48	2,20	0,38	1,20
6 meses	0,65	2,71	3,47	2,41	3,47	0,64	2,53
12 meses	0,88	3,09	3,27	3,21	3,27	1,33	4,09
Pagarés de empresa²							
3 meses	0,76	1,37	2,74	1,76	2,74	2,49	2,69
6 meses	1,25	2,52	3,52	3,21	3,52	3,21	3,40
12 meses	1,63	3,04	3,77	3,52	3,77	3,55	3,64

Fuente: Thomson Datastream y CNMV. Datos hasta el 29 de junio.

1 Porcentaje promedio de datos diarios.

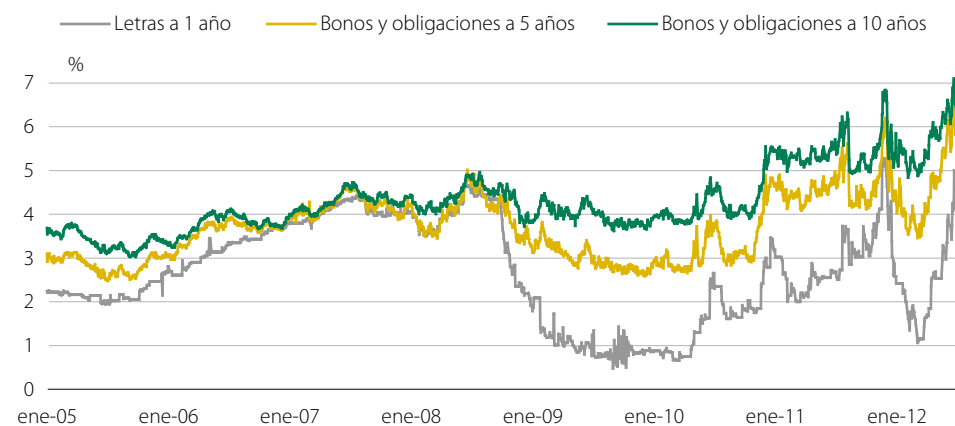
2 Tipo de interés de emisión.

Por su parte, la deuda privada a corto plazo tuvo un comportamiento similar al de la deuda pública, con retrocesos en sus tipos de interés durante el primer trimestre y aumentos en el segundo, si bien las variaciones fueron menos acusadas. Así, en el mes de junio, los tipos de interés de los pagarés de empresa a tres, seis y doce meses se situaban en el 2,7%, 3,4% y 3,6%, respectivamente.

Los tipos de interés de la deuda pública a tres, cinco y diez años mostraron incrementos de mayor magnitud que las referencias de corto plazo a lo largo del segundo trimestre del año. Estos aumentos compensaron con creces las caídas del primer trimestre, relacionadas con el relajamiento de las tensiones derivado de las dos operaciones especiales de financiación del BCE. Así, a finales de junio, los promedios mensuales de los tipos de interés de los Bonos y obligaciones del Estado a tres, cinco y diez años se situaban en el 5,4%, 6,1% y 6,6%, respectivamente, valores que suponían máximos históricos desde 1999 y eran muy superiores a los niveles de diciembre de 2011 (4%, 4,7% y 5,5%, respectivamente).

Rentabilidades de la deuda pública española

GRÁFICO 13



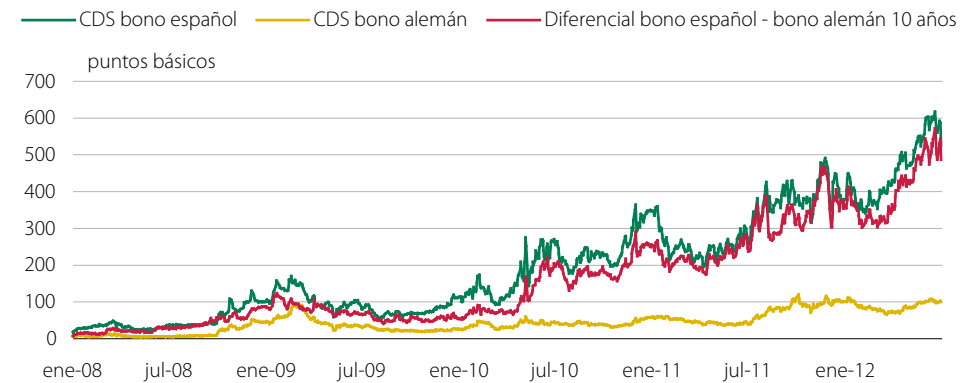
Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 29 de junio.

La prima de riesgo de la deuda pública española, aproximada por el diferencial de rentabilidad del bono soberano español a diez años con respecto a la referencia ale-

mana al mismo plazo, que había descendido durante el primer trimestre del año en línea con la caída de los tipos de interés de la deuda pública española, aumentó con intensidad durante el segundo trimestre hasta alcanzar un máximo histórico superior a los 570 p.b. a mediados de junio⁴ (véase gráfico 14). El repunte de la prima de riesgo de la deuda pública española en este último periodo fue superior al del resto de economías de la zona del euro, como consecuencia del efecto de contagio que se produjo desde el sector financiero doméstico hacia el sector público nacional (gráfico 15). A finales de junio, la prima de riesgo se moderaba hasta los 487 p.b.

Prima de riesgo de la deuda pública española

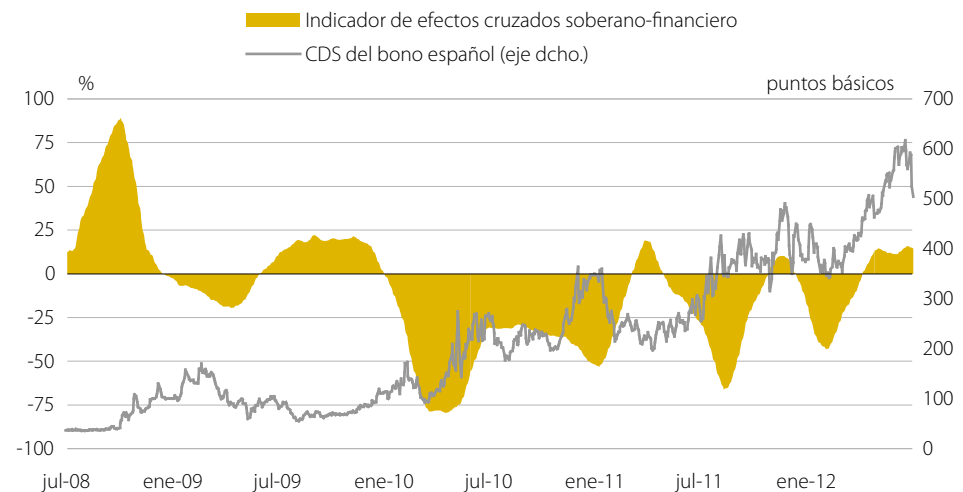
GRÁFICO 14



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 29 de junio.

Efectos cruzados entre el sector financiero y el sector público en España¹

GRÁFICO 15



Fuente: CNMV.

1 Este gráfico muestra el porcentaje de la variación del promedio de los CDS de las entidades financieras nacionales y del CDS del bono español que no se debe a la información histórica de estos índices, sino a los *shocks* contemporáneos en los rendimientos de ambos. El indicador toma valores más elevados conforme aumenta la intensidad del efecto que producen los *shocks* específicos de riesgo del sector financiero sobre el soberano.

4 La persistencia de la prima de riesgo del bono soberano español en niveles elevados motivó la revisión de los márgenes de una de las mayores cámaras de contrapartida central (CCP) en Europa, LCH Clearnet, que proporciona liquidez a las entidades financieras usando títulos de renta fija como colateral.

Por su parte, los tipos de interés de la renta fija privada a largo plazo aumentaron notablemente durante el segundo trimestre, especialmente en los vencimientos más largos, lo que contrarrestó la caída de las rentabilidades en el trimestre previo. Así, los tipos de interés de la renta fija privada a tres, cinco y diez años se situaban a mitad de año en el 5,8%, 6,8% y 12,3%, respectivamente (véase cuadro 12).

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

CUADRO 12

	dic-09	dic-10	dic-11	sep-11	dic-11	mar-12	jun-12
Renta fija privada							
3 años	3,14	4,31	5,63	4,98	5,63	3,77	5,82
5 años	4,30	5,44	6,35	5,63	6,35	4,86	6,79
10 años	4,88	6,42	9,24	7,25	9,24	8,14	12,27

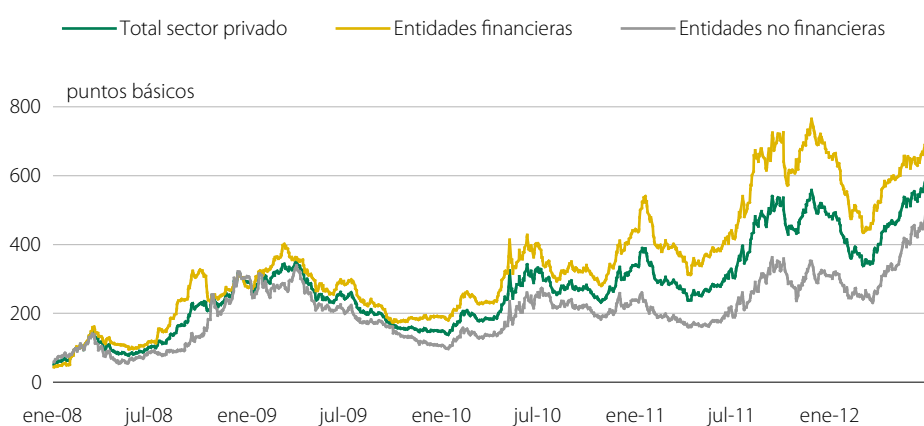
Fuente: Reuters y elaboración propia. Datos hasta el 29 de junio.

¹ Promedio mensual de datos diarios.

La evolución de las primas de riesgo de crédito del sector privado fue similar a la experimentada por la prima de riesgo soberano en el periodo transcurrido de 2012, con descensos notables a lo largo del primer trimestre del año y fuertes incrementos en el segundo. Como se observa en el gráfico 16, el promedio de las primas de los CDS de las empresas financieras alcanzaba valores cercanos a los 700 p.b. a finales de junio, unos niveles cercanos a los máximos de noviembre de 2011, cuando superó los 740 p.b. Por su parte, el promedio de las primas de riesgo de las empresas no financieras continuó ascendiendo después de la moderación del primer trimestre hasta el entorno de los 470 p.b. a finales de junio, de modo que se situaba en máximos históricos al cierre de este informe.

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

GRÁFICO 16



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 29 de junio.

¹ Media simple.

Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV en el primer semestre de 2012 se situaron en 207.596 millones de euros, un 51,5% superiores respecto al periodo análogo de 2011 (véase cuadro 13). En este periodo se observó un mayor dinamismo

en las emisiones de renta fija por parte de las sociedades no financieras, que duplicaron las contabilizadas en el conjunto de 2011, hasta los 1.276 millones de euros. Dicho crecimiento se debió a la emisión de pagarés, que suele ser el principal instrumento emisor de este tipo de sociedades y, en menor medida, a la de bonos.

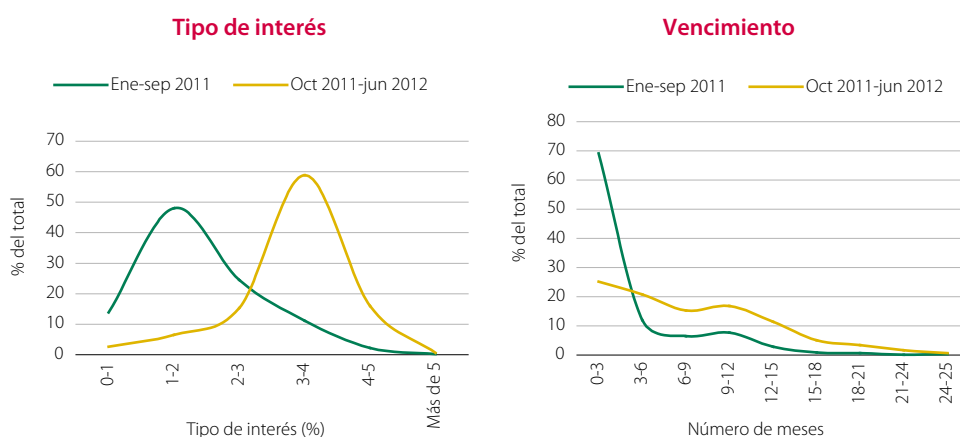
Este dinamismo se extendió a la emisión de renta fija por parte de las instituciones financieras, en particular, a las emisiones de bonos simples avalados por el Estado y de pagarés y, en menor medida, de cédulas, mayoritariamente hipotecarias. La evolución de los anteriores instrumentos compensó la notable caída en la emisión de bonos de titulización.

La persistencia de la crisis de deuda soberana, las necesidades de financiación de las entidades financieras españolas y su dificultad en el acceso a la financiación mayorista motivaron la emisión de instrumentos susceptibles de ser descontados en la operación especial de financiación a largo plazo del BCE que tuvo lugar a finales de febrero de 2012; entre estos instrumentos se encontrarían los bonos avalados y las cédulas (véase gráfico 18). De forma complementaria, las entidades financieras recurrieron de forma creciente a la emisión de pagarés a través de su red de oficinas, una tendencia que se viene observando desde el último trimestre de 2011.

De este modo, los pagarés incrementaron su peso en las emisiones totales de renta fija, con 80.959 millones de euros –un 39% del total emitido–, lo que supone 4 p.p. más que en 2011. Las entidades financieras continuaron elevando los tipos de interés de las emisiones de estos instrumentos y ampliando sus plazos de vencimiento (véase gráfico 17).

Tipos de interés y plazos de vencimiento de pagarés emitidos por entidades financieras

GRÁFICO 17



Fuente: CNMV. Datos hasta el 15 de junio.

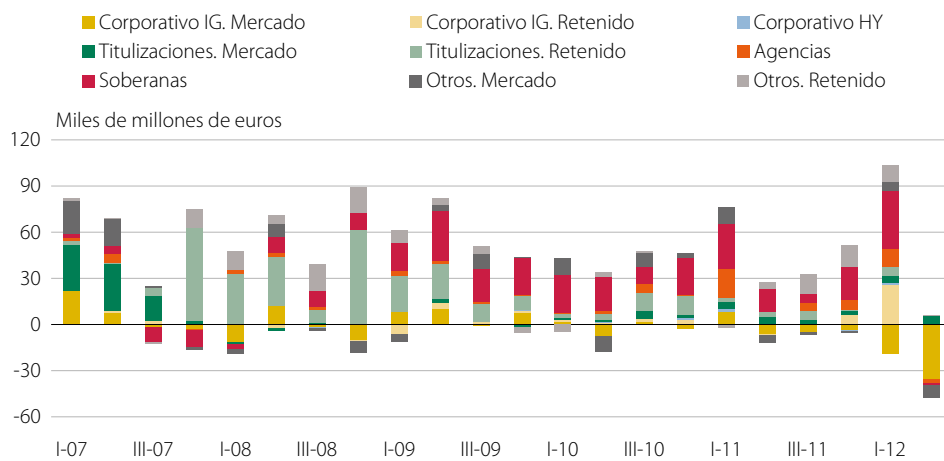
Las cédulas hipotecarias relegaron a los bonos de titulización como segundo instrumento emisor en el periodo transcurrido de 2012. Así, la emisión de las primeras creció un 55% en términos interanuales, hasta los 59.350 millones de euros, lo que supuso un 28,6% de las emisiones totales, mientras que la emisión de bonos de titulización se situó en 10.731 millones, un 72% interanual menos que hace un año y un

5,2% de las emisiones totales en el primer semestre de 2012 (27,5% en 2011). Por su parte, la emisión de cédulas respaldadas por préstamos a entes públicos –conocidas como cédulas territoriales– alcanzaron los 7.300 millones de euros, un 3,5% de las emisiones totales (igual que en 2011).

Emisiones netas de renta fija a largo plazo por emisores españoles¹

GRÁFICO 18

Por tipo de instrumento²



Fuente: Dealogic y CNMV. Datos hasta el 29 de junio de 2012.

- 1 La categoría «Otros» contiene cédulas hipotecarias, participaciones preferentes y otros instrumentos de renta fija de largo plazo. IG: Investment Grade, HY: High Yield.
- 2 La categoría «Agencias» incluye las emisiones del Instituto de Crédito Oficial, el Instituto Catalán de Finanzas, el Instituto Valenciano de Finanzas, el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, el Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico y de la Corporación de Reservas Estratégicas de Productos Petrolíferos.

Las emisiones de bonos simples alcanzaron los 46.536 millones de euros en el primer semestre de 2012, lo que supone un 22,4% del total emitido en este periodo de tiempo y más del doble del volumen total emitido en el conjunto de 2011 (20.192 millones). Esta evolución reflejó el dinamismo de la actividad emisora de bonos avalados por el Estado por parte de las entidades financieras, que supuso un 92% del total de bonos simples emitidos, particularmente en los días anteriores a la operación especial de financiación del BCE que tuvo lugar en el mes de febrero.

Finalmente, dentro de los instrumentos de renta fija relacionados con el capital regulatorio, cabe mencionar la evolución dispar entre los bonos obligatoriamente convertibles y las participaciones preferentes. Así, en el primer semestre de 2012, la actividad emisora de los primeros creció un 25% interanual, hasta los 2.721 millones de euros, si bien se mostró menos dinámica que durante el último trimestre de 2011 (4.944 millones), cuando las entidades financieras se adelantaron a los mayores requerimientos de solvencia solicitados entonces por las autoridades nacionales y europeas. Por el contrario, en el periodo transcurrido de 2012 no se ha registrado ninguna emisión de participaciones preferentes, que reciben un tratamiento menos favorable como instrumentos con capacidad de absorción de pérdidas en la nueva regulación bancaria conocida como Basilea III.

A su vez, las emisiones de renta fija en el exterior por parte de las entidades domésticas superaron los 41.500 millones de euros hasta abril, un 34% menos que en el

mismo periodo de 2011. En concreto, se observó una mayor preferencia por la emisión de instrumentos a largo plazo, que ascendió a más de 24.500 millones de euros (un 59% del total, 43% en 2011), frente a algo más de 17.000 millones captados en el exterior en instrumentos a corto plazo (véase cuadro 13).

Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 13

Registradas ¹ en la CNMV				2011				2012	
	2009	2010	2011	I-11	II-11	III-11	IV-11	I-12	II-12 ²
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	387.476	226.449	288.992	77.161	59.900	38.435	113.496	120.740	86.856
Cédulas hipotecarias	35.574	34.378	67.227	19.254	18.980	5.250	23.743	26.000	33.350
Cédulas territoriales	500	5.900	22.334	2.935	1.800	7.437	10.162	3.200	4.100
Bonos y obligaciones no convertibles	62.249	24.356	20.192	2.578	3.320	981	13.312	31.305	15.231
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3.200	968	7.126	682	1.500	0	4.944	1.128	1.592
Bonos de titulización	81.651	63.261	68.413	26.585	11.168	10.449	20.210	9.195	1.535
Tramo nacional	77.289	62.743	62.796	23.706	10.130	10.116	18.844	7.810	1.535
Tramo internacional	4.362	518	5.617	2.879	1.038	334	1.366	1.385	0
Pagarés de empresa ³	191.342	97.586	103.501	24.928	23.131	14.317	41.125	49.911	31.048
De titulización	4.758	5.057	2.366	546	913	259	648	616	500
Resto de pagarés	186.583	92.529	101.135	24.382	22.218	14.058	40.477	49.295	30.548
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	12.960	0	200	200	0	0	0	0	0
Pro memoria:									
Emisiones subordinadas	20.989	9.154	29.277	5.408	2.998	4.664	16.208	2.772	1.788
Emisiones aseguradas	4.794	299	10	10	0	0	0	0	0

En el exterior por emisores españoles				2011				2012	
	2009	2010	2011	I-11	II-11	III-11	IV-11	I-12	II-12 ⁴
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	2009	2010	2011	I-11	II-11	III-11	IV-11	I-12	II-12⁴
A largo plazo	47.230	51.107	51.365	21.513	14.020	3.697	12.135	23.065	1.476
Participaciones preferentes	3.765	0	0	0	0	0	0	0	0
Obligaciones subordinadas	2.061	0	242	0	0	0	242	0	0
Bonos y obligaciones	41.404	50.807	51.123	21.513	14.020	3.697	11.892	23.065	1.476
Bonos de titulización	0	300	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	102.456	76.624	68.677	26.637	20.308	10.241	11.492	14.458	2.561
Pagarés de empresa	102.456	76.624	68.677	26.637	20.308	10.241	11.492	14.458	2.561
de titulización de activos	108	248	322	97	75	36	114	0	0
Total	149.686	127.731	120.043	48.150	34.328	13.938	23.627	37.524	4.037

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

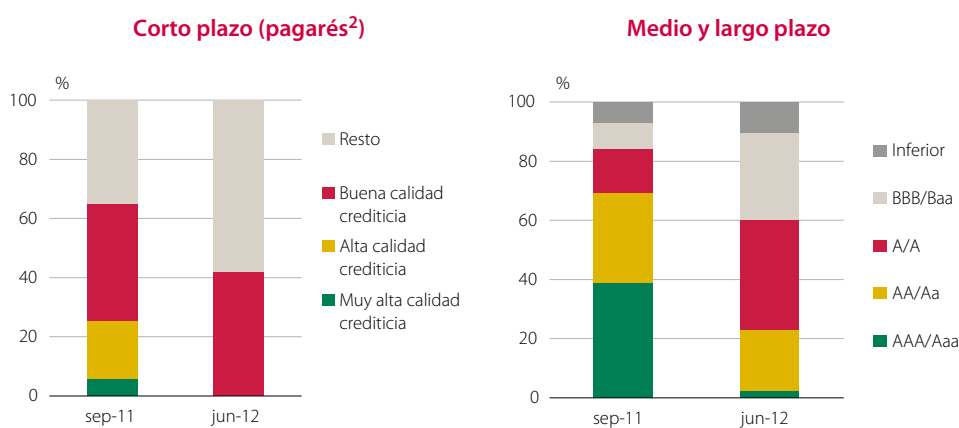
2 Datos hasta el 29 de junio de 2012.

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

4 Datos disponibles: 30 de abril de 2012.

En relación a la calidad crediticia de la deuda emitida por el sector privado de la economía, cabe señalar el notable deterioro de la misma a lo largo de los últimos trimestres, en línea con el descenso que ha sufrido el *rating* de la deuda del Reino de España por parte de las agencias más relevantes⁵. Como se observa en el gráfico 19, en el caso de la deuda a corto plazo, las emisiones de máxima y alta calidad, que representaban el 25% del total en septiembre de 2011, eran inexistentes a mediados de 2012. En los plazos largos, la importancia relativa de la deuda de mayor calidad crediticia también se redujo de forma notable. En particular, el porcentaje de deuda de máxima calidad (AAA) y de elevada calidad (AA) pasó del 39% al 2% en el primer caso y del 31% al 21% en el segundo. Por el contrario, la importancia relativa de la deuda de buena calidad (A) se incrementó desde el 15% hasta el 37% y la de la deuda de menor calidad (BBB) dentro del conjunto de deuda con grado de inversión aumentó desde el 9% del total hasta el 30%. El porcentaje de deuda con *rating* inferior a BBB, es decir, con grado especulativo, aumentó ligeramente desde el 7% hasta el 10%.

Distribución de las calificaciones de la deuda de las empresas españolas¹ GRÁFICO 19



Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg y CNMV.

1 Datos de saldos vivos de deuda cotizados en AIAF.

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

3.2 Mercados de renta variable

3.2.1 Precios

La debilidad de las perspectivas sobre el crecimiento económico doméstico y el recrudecimiento de la crisis de deuda soberana europea, agravada a su vez por las dudas relacionadas con las necesidades de recapitalización del sector financiero es-

5 En el transcurso de este año, la deuda pública española a largo plazo fue revisada de A a BBB+ por S&P el 27 de abril (previamente fue revisada por esta agencia de AA- a A el 16 de enero), de A a BBB por Fitch el 7 de junio (que la revisó de AA- a A el 27 de enero) y de A3 a Baa3 por Moody's el 14 de junio (ya revisada de A1 a A3 el 14 de febrero). Por su parte, la deuda pública española a corto plazo fue revisada de A-1 a A-2 por S&P el 27 de abril (previamente fue revisada por esta agencia de A-1+ a A-1 el 23 de marzo), de F1 a F2 por Fitch el 7 de junio (que la revisó de F1+ a F1 el 27 de enero) y de P-2 a P-3 por Moody's el 14 de junio (ya revisada de P-1 a P-2 el 14 de febrero).

pañol, impactaron notablemente en los mercados nacionales de renta variable, con especial intensidad en el segundo trimestre de 2012. Así, el Ibex 35 descendió un 6,5% y un 11,3% en el primer y segundo trimestre de 2012, respectivamente, dejando una caída acumulada en el periodo transcurrido del año del 17,1%. El retroceso del índice de renta variable español fue superior al del resto de los índices europeos de referencia (véanse cuadros 6 y 14). Cabe señalar que la cotización de este índice marcó unos mínimos a mediados de junio inferiores a los observados en marzo de 2009, al retomar niveles de marzo de 2003, pero tendió a aumentar ligeramente en los últimos días de dicho mes (véase gráfico 20).

Rentabilidad de los índices del mercado bursátil español (%)

CUADRO 14

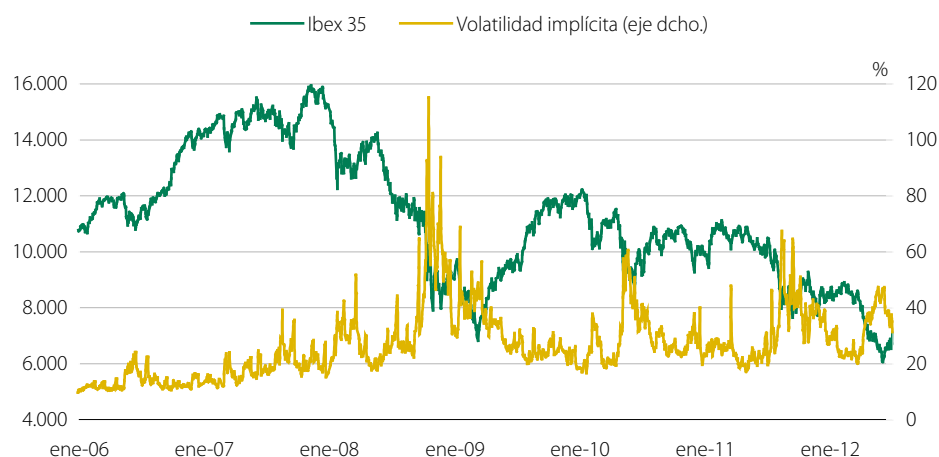
	2008	2009	2010	2011	III-11 ¹	IV-11 ¹	I-12 ¹	II-12		
								% s/trim. ant.	% s/dic.	% interanual
Ibex 35	-39,4	29,8	-17,4	-13,1	-17,5	0,2	-6,5	-11,3	-17,1	-30,0
Madrid	-40,6	27,2	-19,2	-14,6	-17,8	-0,6	-5,9	-11,0	-16,2	-30,1
Ibex Medium Cap	-46,5	13,8	-5,6	-20,7	-20,6	1,0	8,0	-10,0	-2,8	-20,1
Ibex Small Cap	-57,3	17,6	-18,3	-25,1	-23,3	-9,4	-10,3	-19,3	-27,6	-49,0
FTSE Latibex All-Share	-51,8	97,2	9,0	-23,3	-18,9	8,6	5,7	-11,7	-6,6	-17,5
FTSE Latibex Top	-44,7	79,3	9,7	-17,1	-15,6	11,2	10,1	-7,7	1,6	-4,1

Fuente: Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

Atendiendo a los índices bursátiles correspondientes a las empresas de menor capitalización, aquel constituido por las empresas de mediana capitalización tuvo un comportamiento divergente respecto al mostrado tanto por el Ibex 35 como por el índice compuesto por las empresas de pequeña capitalización durante el primer semestre de 2012. De este modo, el índice de las sociedades de mediana capitalización avanzó un 8% en el primer trimestre y retrocedió un 10% en el segundo, por lo que la caída acumulada en el primer semestre de 2012 ascendió al 2,8% (-20,7% en 2011). Por su parte, el índice de las empresas de pequeña capitalización experimentó la mayor caída -del 28%- entre los índices de renta variable domésticos en el primer semestre del año y superó el descenso de 2011 (-25,1%). Los índices de los valores latinoamericanos negociados en las plataformas domésticas retrocedieron entre un 7,7% y un 11,7% en el segundo trimestre del año, después del avance mostrado en los dos trimestres previos. En el periodo transcurrido de 2012, el índice FTSE Latibex All-Share mostraba un retroceso del 6,6%, mientras que el índice FTSE Latibex-Top avanzaba un 1,6% (véase cuadro 14).

La volatilidad implícita del Ibex 35 repuntó durante el segundo trimestre de 2012 tras su descenso desde septiembre de 2011, si bien este aumento fue menor que el experimentado en verano de aquel año (véase gráfico 20). De este modo, la volatilidad no superó valores del 50% en el segundo trimestre de 2012, frente a los niveles cercanos al 70% observados en agosto de 2011 y durante el primer episodio de crisis de la deuda griega en el segundo trimestre de 2010. A finales de junio la volatilidad del Ibex 35 descendía hasta valores cercanos al 30%, algo superiores al promedio histórico del 25,1% desde 1999.



Fuente: Thomson Datastream y MEFF. Datos hasta el 29 de junio de 2012.

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

Las cotizaciones de todos los sectores del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM), con excepción del sector de bienes de consumo, aceleraron su descenso durante el segundo trimestre del año (véase cuadro 15). Los recortes oscilaron entre el 11,7% y el 17,9%, frente a los descensos del 7% y el 13% del trimestre precedente. Así, la mayor caída en el segundo trimestre correspondió al sector de petróleo y energía (-17,9%, frente al -12,6% del primer trimestre), seguido del de tecnología y telecomunicaciones (-13,2%, descenso mayor que el 6,5% del trimestre precedente), servicios financieros e inmobiliarios (-12,2%, caída superior al 7,7% del primer trimestre), servicios de consumo (-12,1%, frente al avance del 10,8% del primer trimestre) y materiales básicos, industria y construcción (-11,7%, frente al -8,5% del trimestre previo). Cabe señalar, dentro del sector de servicios financieros e inmobiliarios, la caída del subsector inmobiliario -del 34,7%-, mayor que la registrada en los dos trimestres previos. Por el contrario, el único sector que experimentó un aumento en su cotización fue el de bienes de consumo, si bien fue algo más modesto que el avance del trimestre precedente (9,2% y 12,1%, respectivamente), gracias a la revalorización de una empresa del subsector de textil, vestido y calzado.

Como resultado, en el periodo transcurrido de 2012, todos los sectores continuaron el descenso iniciado en 2010, a excepción del de bienes de consumo, que avanzó un 22,4% en dicho periodo. Los retrocesos más destacados en el primer semestre de 2012 correspondieron a los sectores de petróleo y energía (-28,2%), de materiales básicos, industria y construcción (-19,2%), de servicios financieros e inmobiliarios (-18,9%) y de tecnología y telecomunicaciones (-18,9%). De menor intensidad fue el descenso en el sector de servicios de consumo (-2,6%).

Rentabilidad sectorial y de los principales valores¹ de la Bolsa de Madrid
(% anual, salvo otra indicación)

CUADRO 15

	Ponderación ²	2011	III-11	IV-11	I-12	II-12		
						% s/trim. ant.	% s/dic.	% interanual
Servicios financieros e inmobiliarios	38,80	-18,9	-21,5	0,2	-7,7	-12,2	-18,9	-34,8
Inmobiliarias y otros	0,15	-47,5	-38,3	-17,2	-27,1	-34,7	-52,4	-75,5
Banca	36,76	-20,3	-21,9	0,2	-7,9	-11,4	-18,4	-34,8
BBVA	12,18	-8,5	-22,2	8,1	-10,7	-3,6	-13,9	-25,9
Santander	18,70	-23,3	-21,9	-3,8	0,4	-5,7	-5,3	-27,3
Petróleo y energía	18,24	-2,7	-16,7	3,8	-12,6	-17,9	-28,2	-36,5
Iberdrola	7,41	-13,9	-15,2	-4,6	-9,3	-12,6	-20,7	-34,9
Repsol YPF	6,46	13,8	-16,5	18,8	-20,7	-29,7	-44,3	-43,0
Mat. básicos, industria y construcción	7,61	-14,3	-19,5	2,1	-8,5	-11,7	-19,2	-31,7
Construcción	4,44	-6,9	-14,4	-0,6	-13,2	-12,2	-23,8	-32,8
Tecnología y telecomunicaciones	22,38	-20,9	-14,7	-6,6	-6,5	-13,2	-18,9	-34,1
Telefónica	20,44	-21,1	-14,4	-7,2	-8,2	-13,4	-20,5	-35,5
Bienes de consumo	9,09	5,7	-2,9	-0,7	12,1	9,2	22,4	18,7
Inditex	5,87	12,9	2,4	-1,7	13,5	13,5	28,8	29,9
Servicios de consumo	3,89	-24,2	-27,9	0,6	10,8	-12,1	-2,6	-27,9

Fuente: Thomson Datastream, Bolsa de Madrid y BME.

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

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

En el primer semestre del año, el mayor impacto negativo en el IGBM se debió al descenso de la cotización de la mayor empresa de telecomunicaciones, seguido de los retrocesos de las cotizaciones de las dos mayores empresas del sector energético y de dos grandes bancos domésticos (véase cuadro 16).

Valores con mayor impacto en la variación del IGBM¹

CUADRO 16

Valor	Sector	jun-2012			
		Variación (p.p.)		Contribución a la variación (%)	
		s/ trim. anterior	s/ dic-11	s/ trim. anterior	s/ dic-11
Con impacto negativo					
Telefónica	Tecnología y telecomunicaciones	-2,7	-4,2	26,7	29,8
Repsol	Petróleo y energía	-1,9	-2,9	18,8	20,4
Banco Santander	Servicios financieros e inmobiliarios	-1,1	-1,0	10,5	7,1
Iberdrola	Petróleo y energía	-0,9	-1,5	9,1	10,9
Bankia	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,8	-0,9	7,5	6,1
Con impacto positivo					
Inditex	Bienes de consumo	0,8	1,7	-7,7	-12,1

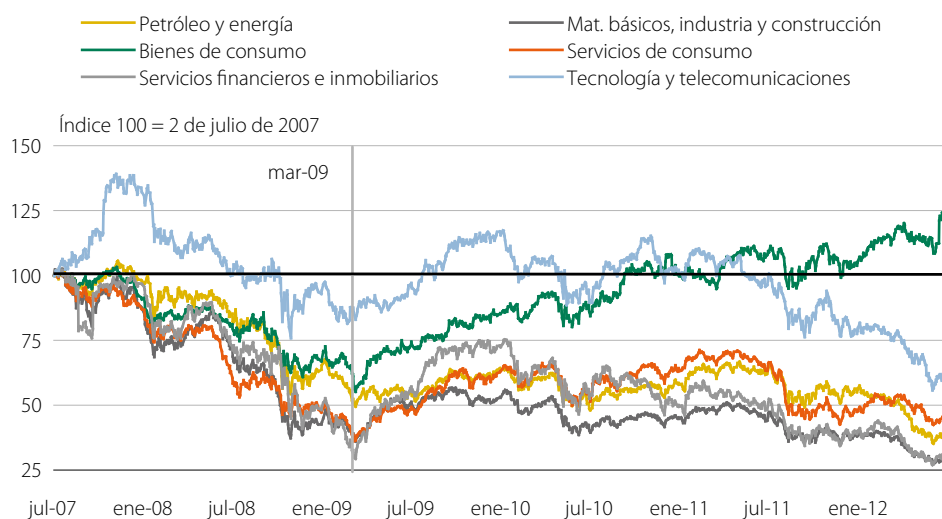
Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid. Datos hasta el 29 de junio de 2012.

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

Desde el inicio de la crisis *subprime* en el verano de 2007, únicamente la cotización de un sector del IGBM, el de bienes de consumo, se situaba en la fecha de cierre de este informe por encima del nivel observado antes de la crisis (véase gráfico 21). Por su parte, las cotizaciones del resto de sectores se mantenían ampliamente por debajo de las registradas entonces y algunas de ellas por debajo de los niveles mínimos registrados en marzo de 2009. En concreto, el descenso más intenso acumulado desde el inicio de la crisis correspondió al sector de materiales básicos, industria y construcción (-69%), seguido de los sectores de servicios financieros e inmobiliarios (-67%), de petróleo y energía (-59%) y, en menor medida, de servicios de consumo (-53%) y de tecnología y telecomunicaciones (-35%). Este último sector es el que ha experimentado la mayor caída desde los mínimos de marzo de 2009 hasta la fecha de cierre de este informe (del 22%), algo superior a los descensos registrados en el mismo periodo por los sectores de petróleo y energía y de materiales básicos, industria y construcción (con sendas caídas del 18% y el 14%). Por el contrario, el sector de bienes de consumo se situaba un 29% por encima de los niveles precrisis y un 134% superior a su nivel mínimo de marzo de 2009.

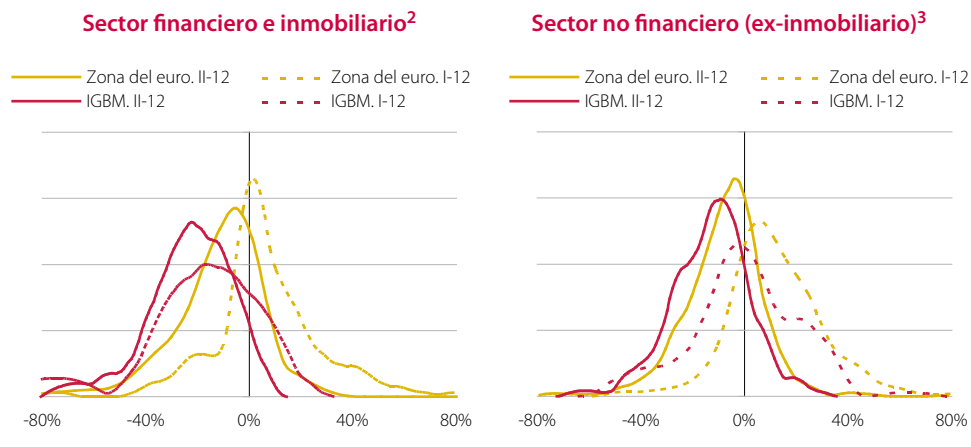
Evolución de los índices de los sectores del IGBM

GRÁFICO 21



Fuente: Bolsa de Madrid. Datos hasta el 29 de junio de 2012.

La distribución de la rentabilidad trimestral de las acciones de las empresas del IGBM durante el segundo trimestre de 2012 muestra una elevada concentración de entidades con rentabilidades negativas. El desglose entre entidades financieras y no financieras revela un peor comportamiento relativo para las primeras, tal y como se desprende del notable desplazamiento de la distribución de la rentabilidad de estas empresas hacia la izquierda entre el primer y el segundo trimestre del año (panel izquierdo del gráfico 22). Este comportamiento diferencial no se ha observado en las entidades cotizadas de la zona del euro.

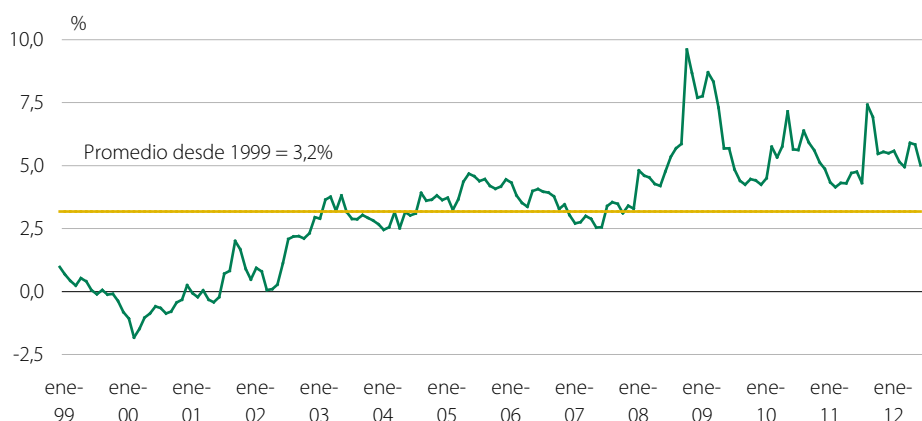


Fuente: Thomson Datastream.

- 1 El análisis se efectúa sobre las compañías que componen cada uno de los índices a 28 de junio de 2012.
- 2 El sector financiero e inmobiliario comprende las entidades de crédito, las aseguradoras, las sociedades de cartera y *holdings*, otras empresas proveedoras de servicios de inversión y las sociedades inmobiliarias según la clasificación ICB de Datastream.
- 3 El sector no financiero (ex-inmobiliario) comprende las compañías cotizadas no incluidas en el sector financiero e inmobiliario.

La ratio PER del Ibex 35 descendió con cierta intensidad en el segundo trimestre de 2012, desde el 9,7 hasta el 8,7, después del repunte en los dos trimestres precedentes. Tanto el descenso de la ratio como la magnitud del mismo durante el segundo trimestre fueron tendencias generalizadas entre las principales bolsas de las economías desarrolladas, las cuales ya habían registrado mayores avances que en el caso español durante el primer trimestre del año. Como resultado, la ratio PER de la bolsa española, que se situaba en una posición intermedia-alta entre las PER de las principales bolsas de referencia a lo largo de 2011, descendió al rango inferior de dicho conjunto durante el primer semestre de 2012 (véase cuadro 8).

El *earning yield gap*, que aproxima el diferencial entre la rentabilidad de los activos domésticos de renta variable y la de la deuda pública española a largo plazo, permaneció relativamente estable a lo largo del primer semestre del año, ya que, en términos generales, los movimientos de la inversa de la ratio PER tendieron a ser compensados por las variaciones de los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo. A finales de junio, el *earning yield gap* se situaba en el 5,0%, una cifra similar al 5,3% de finales de 2011, pero notablemente superior al promedio histórico desde enero de 1999, del 3,2% (véase gráfico 23).



Fuente: Thomson Datastream.

1 Diferencia entre la rentabilidad bursátil, medida como la inversa del PER y la rentabilidad del bono a diez años. Datos mensuales hasta el 29 de junio de 2012.

3.2.2 Actividad: contratación, emisiones y liquidez

La contratación en el mercado bursátil español en el primer semestre de 2012 se contrajo un 23,5% respecto al mismo periodo del año anterior, continuando la tendencia a la baja iniciada en 2011 (véase cuadro 17). El volumen promedio diario de contratación del segundo trimestre de 2012 se situó en 3.135 millones de euros, cifra superior a la registrada en el trimestre anterior (de 2.722 millones), pero inferior al volumen promedio contratado en el conjunto de 2011 (3.616 millones)⁶.

Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 17

Importes en millones de euros

	2009	2010	2011	I-11	II-11	III-11	IV-11	I-12	II-12 ¹
Total bolsas	886.135	1.037.284	925.667	246.992	238.131	234.262	206.281	176.948	194.382
Mercado continuo	880.544	1.032.447	920.879	245.990	236.897	233.070	204.922	175.640	193.215
Corros	73	165	48	20	11	11	7	17	7
De los que SICAV ²	20	8	6	2	3	1	0	0	0
MAB ³	5.080	4.148	4.380	880	1.134	1.088	1.278	1.218	1.099
Segundo mercado	3	3	2	1	0	0	1	0	0
Latibex	435	521	358	102	89	93	73	73	61
Pro-memoria: contratación de no residentes (% s/ total bolsas)									
	64,5	75,2	81,2	77,6	78,7	85,4	81,6	n.d.	n.d.

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados desde el 1 de abril hasta el 29 de junio.

2 Sociedades de inversión de carácter financiero.

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

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

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

En el primer semestre de 2012 las emisiones de renta variable en los mercados domésticos aumentaron un 9,3% en términos interanuales, hasta los 8.784 millones de euros (véase cuadro 18). Este crecimiento fue, en su mayoría, resultado de operaciones de conversión en acciones ordinarias de diversos instrumentos de deuda emitidos con anterioridad por las entidades financieras, como bonos obligatoriamente convertibles, participaciones preferentes y otro tipo de deuda subordinada, y cuyo objetivo es el reforzamiento de su capital regulatorio.

Emisiones de renta variable¹

CUADRO 18

	2011							2012	
	2009	2010	2011	I-11	II-11	III-11	IV-11	I-12	II-12 ²
IMPORTES EFECTIVOS³ (millones de euros)	11.391	16.013	17.317	3.237	4.798	6.336	2.946	3.374	5.409,2
Ampliaciones de capital	11.389	15.407	17.221	3.237	4.798	6.336	2.850	3.374	5.358,6
De ellas, mediante OPS	17	959	6.441	0	3.696	8	2.737	881	1.580,0
Tramo nacional	15	62	6.032	0	3.339	8	2.685	881	1.580,0
Tramo internacional	2	897	410	0	358	0	52	0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	606	96	0	0	0	96	0	50,6
Tramo nacional	2	79	95	0	0	0	95	0	50,6
Tramo internacional	0	527	1	0	0	0	1	0	0,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES⁴	53	69	92	17	23	26	26	24	26
Ampliaciones de capital	53	67	91	17	22	26	26	24	25
De ellas, mediante OPS	2	12	8	0	3	3	2	5	1
De ellas, liberadas	11	15	22	2	5	8	7	2	6
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	3	2	0	1	0	1	0	1
NÚMERO DE EMISORES⁴	34	46	46	13	16	22	15	14	15
Ampliaciones de capital	34	45	45	13	15	22	15	14	15
De ellas, mediante OPS	2	12	8	0	3	3	2	5	1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	2	2	0	1	0	1	0	1

Fuente: CNMV.

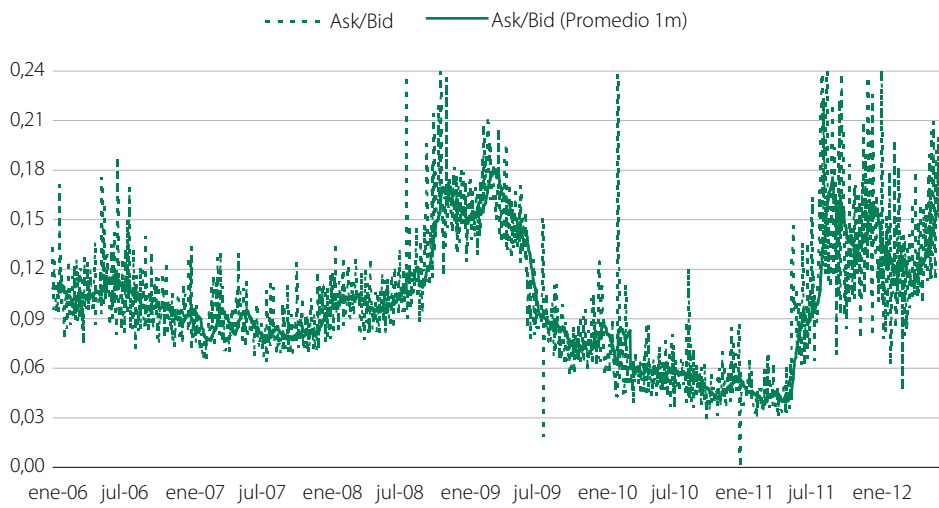
1 Incorpora los importes de las emisiones admitidas a negociación sin publicar folletos de emisión.

2 Datos acumulados desde el 1 de abril hasta el 29 de junio.

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

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

Finalmente, las condiciones de liquidez del mercado de renta variable español, que habían mejorado a lo largo del primer trimestre de 2012, revirtieron con intensidad esta tendencia en los meses centrales del año. Así, el promedio del *spread bid-ask* del Ibex 35 se situó a finales de junio en el 0,17%, por encima del 0,11% del mes de marzo pero en los mismos niveles que los de finales de 2011. Con todo, este indicador se mantiene por encima del valor medio registrado desde 2006, del 0,10% (véase gráfico 24).



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 29 de junio de 2012.

II Informes y análisis

Tendencias recientes en el ahorro de los hogares españoles

M^a Isabel Cambón Murcia y Lucio Sanjuán del Peso (*)

(*) M^a Isabel Cambón Murcia y Lucio Sanjuán del Peso pertenecen al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.

1 Introducción

La evolución del ahorro de los hogares españoles¹ ha mostrado patrones notablemente diferentes antes y después de la crisis financiera y económica que comenzó en 2007. Desde finales de la década de 1990 hasta el comienzo de la crisis, los hogares españoles redujeron su nivel de ahorro desde niveles cercanos al 18% de su renta bruta disponible hasta mínimos históricos, ligeramente superiores al 10%. Durante ese periodo, los hogares mostraron una mayor propensión al consumo como consecuencia del incremento percibido en sus expectativas de renta y riqueza futuras, en un entorno macroeconómico de marcado dinamismo, del fuerte descenso de los tipos de interés reales y de las condiciones de financiación, muy holgadas, que, progresivamente, ofertó el sistema bancario español y que favoreció un incremento notable del nivel de endeudamiento de los hogares. Algunos de estos factores también marcaron la evolución del ahorro de los hogares en otras economías avanzadas como la de la zona del euro o la de EE.UU., permitiendo, con algunos matices, que las tasas de ahorro se mantuvieran en estos años en niveles inferiores a sus promedios históricos.

El descenso del ahorro de los hogares españoles en aquellos años fue compatible con un fuerte aumento de su inversión, particularmente inmobiliaria. De hecho, como se observa en el gráfico 1, una de las características más reseñables es la elevada importancia de los activos de carácter inmobiliario, que concentran un 79% de los activos totales de los hogares españoles, frente al 11% de los activos financieros. Esta estructura del ahorro familiar es claramente diferente a la de otras economías avanzadas, en las que la importancia de los activos financieros es mucho más elevada. Así, en la zona del euro, los activos financieros de las familias suponen un 40% de los activos totales (56% los inmobiliarios), en el Reino Unido un 46%, en Japón un 37% y en EE.UU. un 68%.

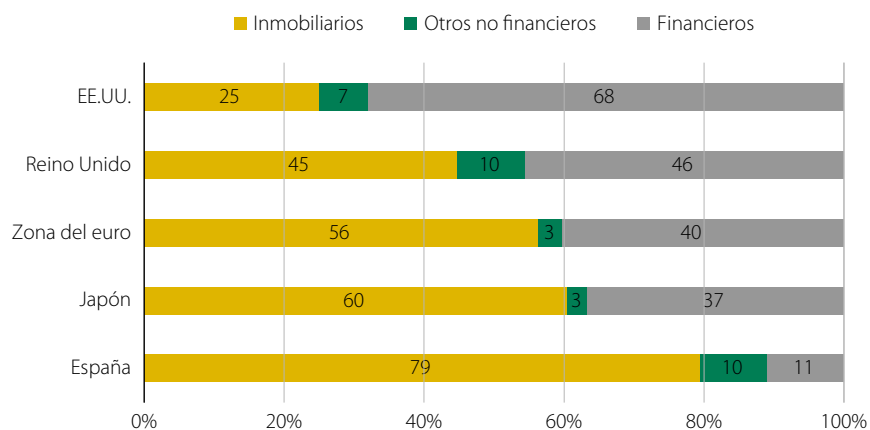
Tras el estallido de la crisis en 2007, el fuerte incremento de la incertidumbre y de la aversión al riesgo elevó sustancialmente la tasa de ahorro de los hogares a lo largo de 2008 y buena parte de 2009, acentuando el perfil conservador de este sector, si bien el ahorro tendió a reducirse posteriormente hasta unos niveles algo superiores a los observados antes de la crisis. Las variaciones del ahorro de los hogares en España fueron más acusadas que en la zona del euro o en EE.UU. como consecuencia, posiblemente, de la magnitud del ahorro por motivo precaución, particularmente intenso en España. La mayor debilidad del mercado laboral, que influye decisivamente en las

1 Desde el punto de vista de las Cuentas no financieras del INE, el ahorro bruto de los hogares se define como la parte de la renta bruta disponible que no se destina al consumo final. De acuerdo con las Cuentas financieras del Banco de España, la suma del ahorro bruto de los hogares, las transferencias netas de capital percibidas por este sector y los recursos obtenidos del incremento de sus pasivos conforman el saldo disponible de los hogares para invertir en activos tanto financieros como no financieros.

expectativas de desempleo y, por tanto, de la renta futura, el descenso de la riqueza, el mayor endurecimiento de las condiciones de financiación y el empeoramiento de las finanzas públicas domésticas son factores que, con toda seguridad, han incidido de forma notable sobre las decisiones de consumo e inversión de los hogares españoles en estos años y que, posiblemente, lo seguirán haciendo en el futuro próximo.

Composición de los activos de los hogares¹ (% de los activos totales)

GRÁFICO 1



Fuente: Banco de España, BCE, Reserva Federal de EE.UU., UK Office for National Statistics y JP Statistics Bureau (Ministry of Internal Affairs and Communications).

1 Datos de 2008 para España y Reino Unido, de 2009 para Japón y de 2011 para la zona del euro y EE.UU.

En este artículo se analizan las principales tendencias en la evolución reciente del ahorro de los hogares en España y sus perspectivas a corto y medio plazo, estableciendo elementos de comparación con otros países. A tal efecto, el artículo se estructura de la siguiente manera: en la sección segunda se describe la evolución del comportamiento ahorrador de los hogares españoles en los años previos a la crisis (2000-2006). En la sección tercera se analizan las principales tendencias del cambio del ahorro y de la inversión de los hogares tras la crisis y se apuntan algunas perspectivas sobre el mismo a corto y medio plazo. A lo largo del artículo se ilustra el comportamiento de los hogares de la zona del euro y de EE.UU., con el fin de distinguir las tendencias comunes de aquellas típicamente domésticas. Finalmente se ofrecen algunas conclusiones.

2 Evolución de la tasa de ahorro en los años previos a la crisis

Las teorías económicas acerca de los determinantes del ahorro familiar, como la de *consumo de ciclo vital*² y la de la *renta permanente*³, indican que los hogares tratan de mantener un consumo relativamente estable a lo largo del tiempo, de modo que el ahorro permite suavizar el patrón de consumo, asilándolo de posibles fluctuacio-

2 Véase Modigliani y Ando (1957), «Tests of the life cycle hypothesis of savings: comments and suggestions», en *Bulletin of the Oxford University Institute of Statistics*, pp. 99-124.

3 Véase Friedman (1957), *A theory of the consumption function*, Princeton University Press.

nes temporales en los niveles de renta o riqueza. Asimismo, el incremento de la incertidumbre percibida por los hogares puede dar lugar a incrementos sustanciales de su ahorro por motivo precaución⁴. Otros factores de índole macro-financiera relevantes a la hora de determinar el nivel de ahorro de los hogares son el tipo de interés real de la economía, la evolución de las finanzas públicas o el nivel de desarrollo del sistema financiero doméstico, existiendo también algunos de naturaleza sociodemográfica, como, por ejemplo, la edad de los hogares de la población.

La evolución de las finanzas públicas de la economía también puede jugar un papel importante en las decisiones de ahorro de las familias, especialmente en momentos de crisis que habitualmente vienen acompañados de incrementos en los déficits públicos de cierto calibre. La necesidad de saneamiento de las cuentas públicas y, por tanto, las expectativas de incrementos futuros de impuestos pueden aumentar el ahorro corriente de los hogares (hipótesis de la equivalencia «ricardiana»⁵). Si la proporción de hogares que se comporta de este modo es suficientemente elevada, el incremento del gasto público podría tener un efecto positivo significativo sobre el ahorro privado.

Por otro lado, el nivel de desarrollo del sistema financiero puede tener efectos de distinto signo sobre la decisión de ahorrar. Por una parte, un sistema financiero más sofisticado ofrece una mayor disponibilidad y variedad de instrumentos de ahorro y, por tanto, tendría un efecto favorable sobre el mismo. En el caso de Europa, la creación de una unión monetaria ha podido contribuir al desarrollo y la integración de los mercados financieros de sus Estados Miembros y redundar en un aumento de las posibilidades de inversión de sus agentes. Sin embargo, los procesos de desarrollo financiero también suelen comportar una mayor facilidad para obtener financiación por parte de los hogares, circunstancia que pueden incentivar el aumento del consumo y el descenso del ahorro. Algunos estudios sobre la economía estadounidense revelan que el segundo efecto ha tenido mucha más intensidad, concluyendo que el desarrollo del sistema financiero en EE.UU. ha tendido a reducir la tasa de ahorro de los hogares⁶.

Desde una perspectiva temporal amplia (véase gráfico 2), se observa que la tasa de ahorro de los hogares españoles ha oscilado entre valores mínimos cercanos al 10% de su renta disponible, alcanzados a finales de la década de los ochenta y en los momentos previos a la última crisis, y valores máximos del 18% en 2009, en pleno desarrollo de la crisis financiera internacional. A lo largo de las tres recesiones que ha experimentado la economía española entre 1980 y 2010, el ahorro de los hogares se ha incrementado de forma notable, particularmente durante la recesión de 1992-93 y en las primeras fases de la crisis actual. En términos comparativos, la tasa de ahorro de los hogares españoles (respecto a la renta bruta disponible) desde 2000 y hasta el inicio de la crisis ha sido cerca de tres puntos inferior a la de la zona del euro (véase gráfico 3).

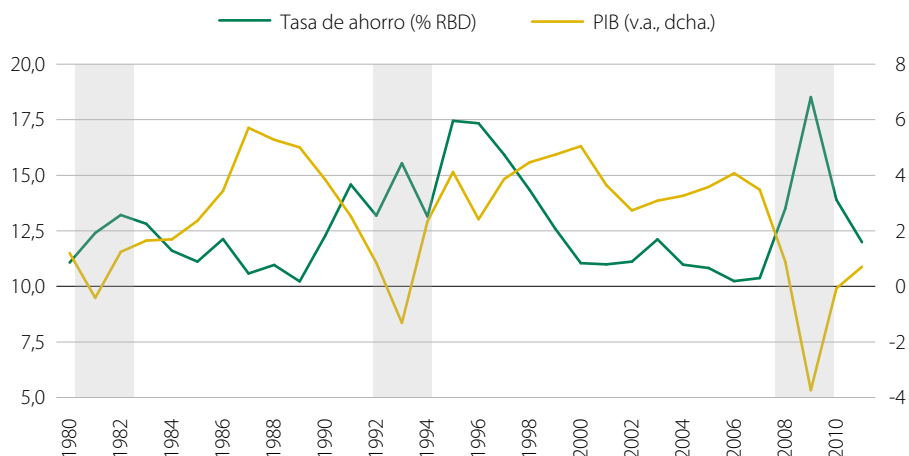
4 Véase, por ejemplo, Weil (1993), «Precautionary savings and the permanent income hypothesis», en *The Review of Economic Studies*, Volume 60, Issue 2, pp. 367-383 o Caballero (1990), «Consumption puzzles and precautionary savings», en *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 25(1), pp. 113-126.

5 Véase Barro (1974), «Are government bonds net wealth?», en *Journal of Political Economy*, vol. 82 (6), pp. 1095-1117.

6 Véase Cuadro-Sáez (2011), «Determinantes y perspectivas de la tasa de ahorro en EE.UU.», en *Boletín Económico*, Banco de España, pp. 110-121. Para ver el efecto del desarrollo del sistema financiero sobre la tasa de ahorro del sector privado en economías emergentes, véase Bandiera et al. (2000), «Does financial reform raise or reduce saving?», en *The Review of Economics and Statistics*, May 2000, 82(2), pp. 239-263.

Tasa de ahorro de los hogares españoles (% renta disponible) y PIB

GRÁFICO 2

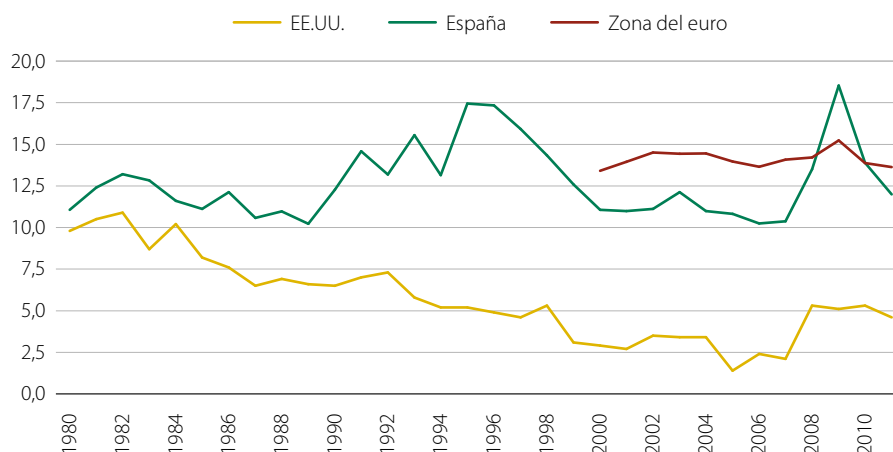


Fuente: Thomson Datastream. Se han sombreado los periodos recesivos.

Tasa de ahorro de los hogares en España, zona del euro y EE.UU.¹

GRÁFICO 3

(% renta bruta disponible)



Fuente: Thomson Datastream y Eurostat.

1 Conviene matizar que las series no son completamente comparables, ya que en el caso de EE.UU. las series de ahorro de referencia se muestran en términos netos (restando el consumo de capital fijo de los empresarios individuales), mientras que en España y en la zona del euro se trata de ahorro bruto. La diferencia entre el ahorro bruto y el neto de los hogares de EE.UU. está en torno a los doce p.p. de la renta disponible.

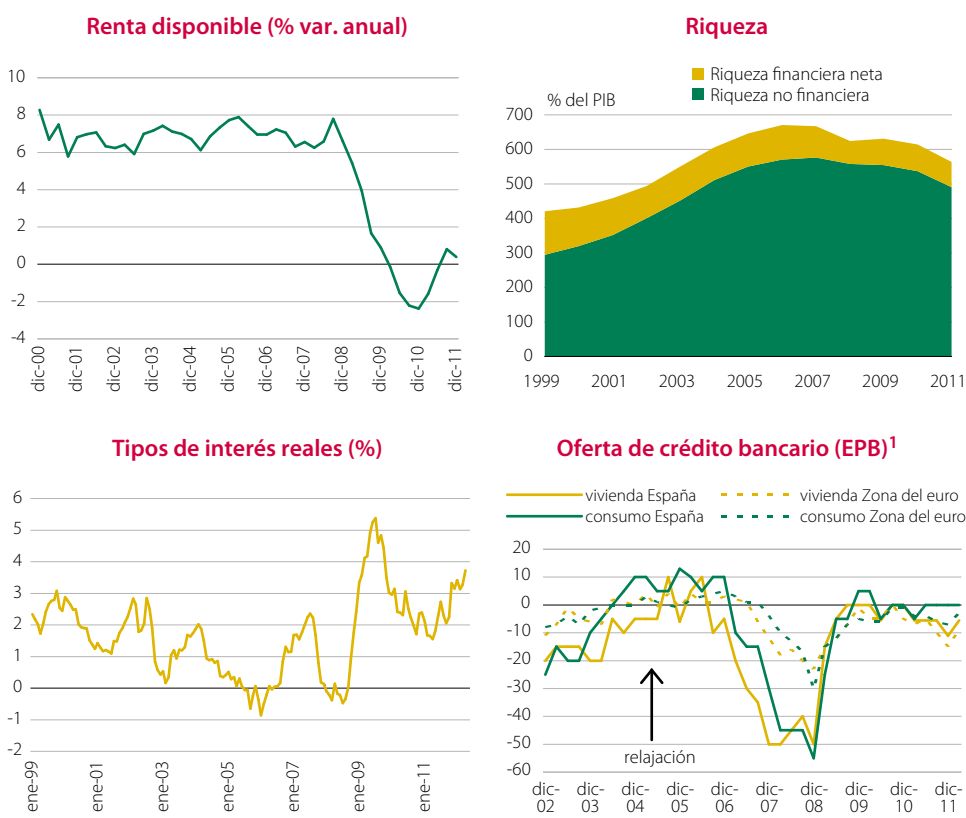
La importancia de los diferentes determinantes de la evolución de la tasa de ahorro de los hogares ha variado a lo largo del tiempo (véase gráfico 4). En el periodo muestral previo a la última crisis financiera, la tasa de ahorro de los hogares españoles descendió desde máximos superiores al 17% de la renta bruta disponible a mediados de la década de 1990 hasta mínimos del 10% en 2006 y 2007. Una parte importante de este fuerte descenso del ahorro tuvo su origen, principalmente, en cuatro factores: la mejora en las expectativas de renta futura en un entorno de fuerte crecimiento económico, el aumento de la riqueza de los hogares, particularmente la de naturaleza inmobiliaria, el fuerte descenso de los tipos de interés reales (hasta terreno negativo) y, finalmente, el dinamismo del sistema financiero español en la conce-

sión de crédito, que, en un marco de competencia creciente, permitió un incremento notable del endeudamiento de los hogares⁷.

El descenso del ahorro de los hogares a lo largo de esos años fue compatible con el aumento de sus inversiones, tanto en activos financieros como no financieros, como resultado del intenso recurso al crédito bancario. Como se observa en el gráfico 5, entre 2000 y 2007 la adquisición media anual de activos no financieros, fundamentalmente inmobiliarios, ascendió al 4,3% del PIB, alcanzando un máximo del 5% del PIB en 2005. Así, la importancia relativa de estos activos en la cartera de los hogares españoles, que ya era tradicionalmente elevada, se situó por encima del 80% en 2005, según datos extraídos de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF). Concretamente, el 74% de los activos inmobiliarios correspondía a la vivienda principal y el restante 26% a otras propiedades. Por su parte, la adquisición neta anual de activos financieros en el mismo periodo fue del 8,9% del PIB en promedio, con un máximo de 10,9% del PIB en 2006.

Determinantes de la tasa de ahorro de los hogares españoles

GRÁFICO 4



Fuente: Thomson Datastream y Banco de España.

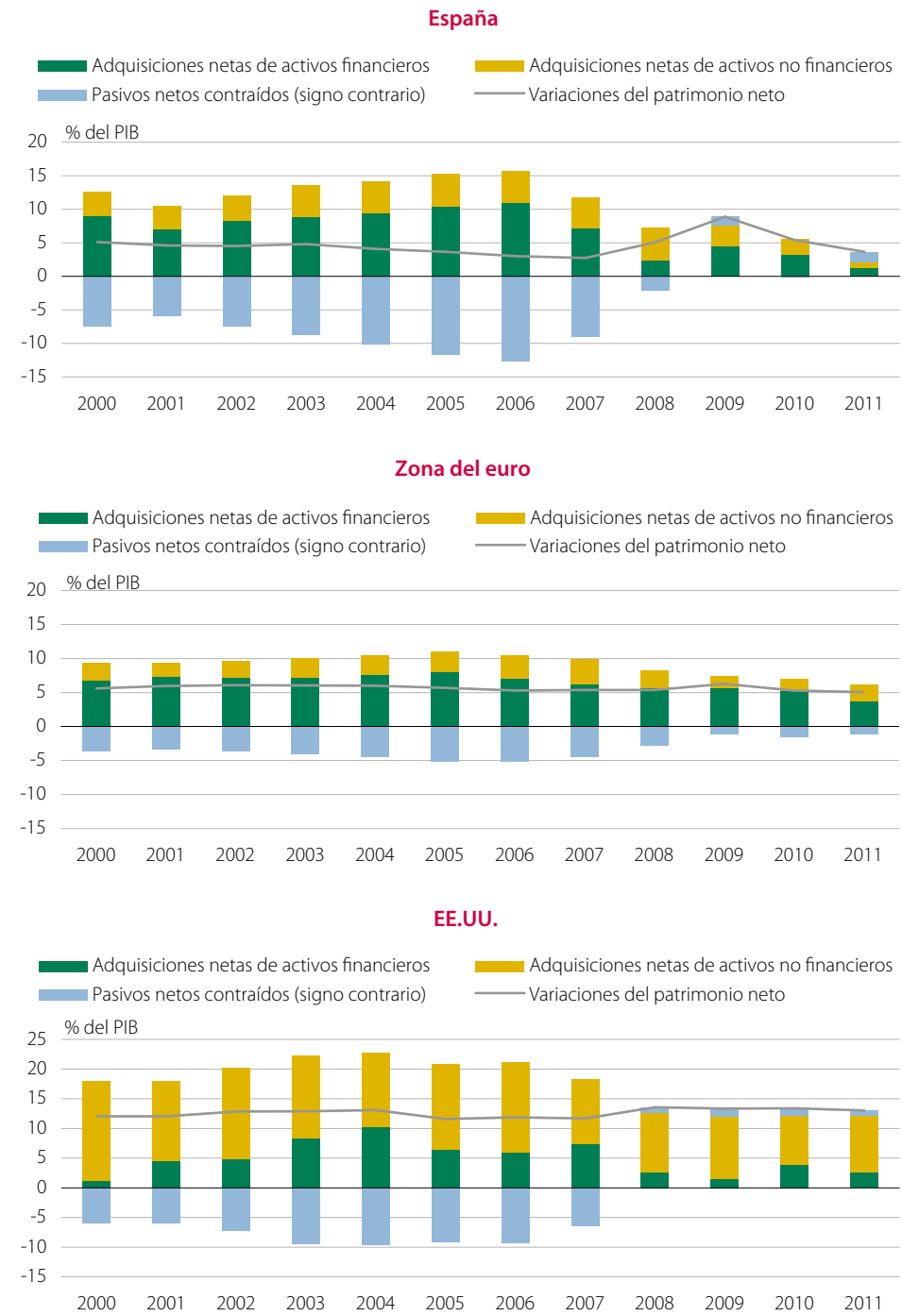
1 Datos de la Encuesta de Préstamos Bancarios. El gráfico inferior derecho representa los cambios en los criterios de aprobación aplicados a los préstamos de los hogares para vivienda y para consumo. El indicador está calculado como el porcentaje de entidades que han relajado considerablemente los criterios x 1 + porcentaje de entidades que han relajado en cierta medida los criterios x 1/2 – porcentaje de entidades que han endurecido en cierta medida los criterios x 1/2 – porcentaje de entidades que han endurecido considerablemente los criterios x 1.

7 Estos factores son básicamente los mismos que se han identificado para EE.UU. (véase nota a pie de página anterior).

Las tendencias de las principales magnitudes relativas al ahorro familiar en la zona del euro fueron similares a las descritas para España en el periodo considerado. Así, en estos años las familias europeas redujeron su ahorro y, de forma paralela, incrementaron su inversión en activos financieros y no financieros como consecuencia del aumento de sus pasivos. Sin embargo, las magnitudes de estos movimientos fueron inferiores a las observadas en los hogares españoles. En particular, en promedio anual, la inversión de los hogares de la zona del euro en activos no financieros ascendió al 2,8% del PIB, mientras que la inversión en activos financieros fue del 7,2% del PIB (véase gráfico 5).

Adquisición neta de activos, pasivos contraídos y patrimonio neto

GRÁFICO 5



Fuente: Cuentas financieras del Banco de España, Eurostat y Reserva Federal.

Una de las diferencias más importantes entre el comportamiento de los hogares españoles y los de la zona del euro está relacionada con el incremento de su endeudamiento, que fue particularmente intenso en el primer caso. Concretamente, el incremento medio anual de los pasivos de las familias españolas en este periodo fue del 9,1% del PIB, frente al 4,2% de las familias de la zona del euro. En consecuencia, la ratio de endeudamiento, que en 2002 era ligeramente inferior al 80% de la renta bruta disponible tanto para las familias españolas como para las de la zona del euro, se incrementó sustancialmente hasta máximos cercanos al 130% de la renta bruta disponible en 2006 para el conjunto de los hogares españoles, mientras que permaneció en niveles ligeramente superiores al 90% para los de la zona del euro.

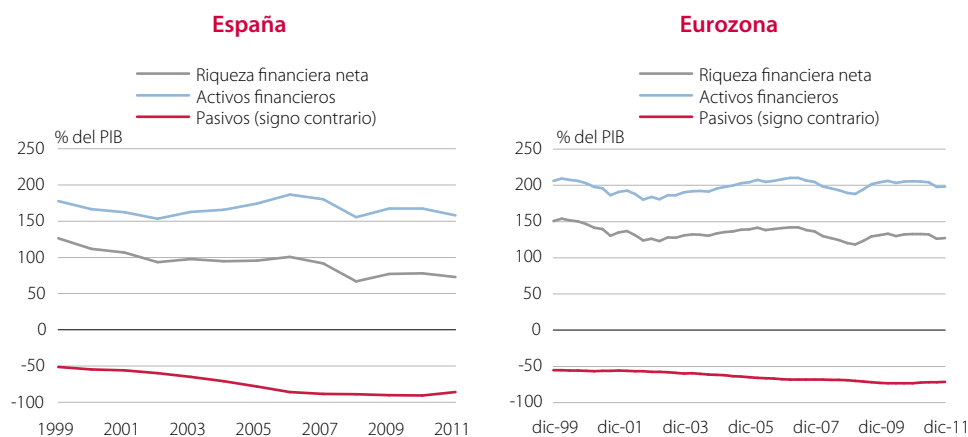
Por lo que se refiere a la composición de la inversión financiera de los hogares españoles cabe señalar su carácter eminentemente conservador, incluso en años de bonanza económica, como se indicó anteriormente. Los principales instrumentos financieros adquiridos por los hogares en este periodo de tiempo fueron los depósitos a plazo (4% del PIB), los seguros y fondos de pensiones (2,1%) y el efectivo y los depósitos transferibles (1,6%).

Otras modalidades de inversión más arriesgadas como los fondos de inversión y las acciones concentraron, en conjunto, una parte relativamente modesta de la inversión de los hogares (0,7% del PIB) en este periodo (véase gráfico 9). De hecho, el hogar español, en general, no invierte en este tipo de activos o lo hace en cantidades muy pequeñas⁸. Por ejemplo, según los resultados de la EFF de 2005, de la cantidad total invertida en fondos de inversión, el 85% correspondía al 25% de los hogares con mayor nivel de riqueza. Esta cifra se incrementaba hasta el 91% en el caso de las acciones cotizadas⁹. Por otro lado, el 57% y el 62% de los hogares que invertían en fondos de inversión y acciones cotizadas, respectivamente, pertenecían al último cuartil de riqueza. Si se atiende al nivel de educación del cabeza de familia del hogar, los resultados serían similares. En cuanto a la edad, la mayoría de los inversores estarían entre los 45 y los 65 años.

La evolución de la inversión de los hogares españoles, junto con las variaciones de precios de los instrumentos adquiridos, dio lugar a una cartera financiera de perfil conservador, cuyo volumen se incrementó desde niveles ligeramente superiores al 150% del PIB en 2002 hasta máximos cercanos al 190% del PIB en 2006 (véase gráfico 6). La importancia relativa del efectivo y los depósitos se mantuvo, con pocas oscilaciones, en torno al 40% de la cartera total de activos, como también sucedió en el caso de los seguros y los planes de pensiones, próxima al 15%. En relación a los instrumentos más arriesgados, el peso de la inversión en fondos de inversión y en acciones cotizadas se redujo progresivamente, mientras que se incrementó de forma notable la importancia de la cartera de acciones no cotizadas y otras participaciones en el capital, desde el 15% hasta el 25% del total (véase gráfico 9).

8 Aunque en el promedio del periodo 2000-2007 la inversión de los hogares en fondos de inversión fue relativamente modesta en comparación con la inversión efectuada en otras modalidades de inversión, es importante señalar el dinamismo de esta industria entre 2003 y 2005, impulsada tanto por la mejora del entorno macroeconómico y financiero nacional como por el cambio del tratamiento fiscal de estos productos (en 2003 se eliminó el «peaje» fiscal).

9 Véase Villanueva e Ispuerto (2010), *Perfil inversor de los hogares españoles: análisis de la Encuesta Financiera de las Familias*, CNMV, Documento de Trabajo nº 40.



Fuente: Banco de España, BCE y Eurostat. Datos hasta diciembre de 2011.

Por su parte, la inversión financiera de los hogares de la zona del euro, que mostró un promedio del 7,2% del PIB entre 2000 y 2007 (8,9% en España) también era conservadora, si bien con algunas diferencias respecto a la de los hogares españoles. En particular, la inversión más cuantiosa tuvo lugar en seguros y fondos de pensiones, que concentró casi la mitad de la inversión de los hogares europeos. Le siguió la inversión en depósitos bancarios (2,4% del PIB), que se configuró como un producto importante para estos hogares, pero menos que en el caso español. Finalmente, la inversión en instrumentos relacionados con los mercados de valores fue reducida y semejante a la de los hogares españoles (véase gráfico 12). La cartera de activos financieros de las familias europeas, cuyo volumen fue unos 25 puntos porcentuales de PIB superior al de las españolas entre 2000 y 2006, también mantuvo un perfil conservador, pero en el que los seguros y los fondos de pensiones tenían el doble de importancia que en el caso español, mientras que el efectivo y los depósitos suponían algo más de un 30% del total. Respecto a los instrumentos relacionados con los mercados financieros, los hogares de la zona del euro mantenían una proporción menor de sus activos en acciones y en fondos de inversión respecto a los hogares españoles, mientras que la inversión en renta fija (8% de los activos totales) era notablemente superior.

Por su parte, la cartera de activos financieros de los hogares estadounidenses presentaba diferencias sustanciales respecto a la de los hogares españoles en el periodo considerado. Las diferencias se observan tanto en el volumen de los activos financieros, muy superior en el caso de los hogares norteamericanos, como en su composición, al apreciarse una importancia mucho mayor de los seguros y los instrumentos relacionados con los mercados de valores en EE.UU. Los activos financieros de las familias de EE.UU., que suponían algo menos del 350% del PIB en 2000, descendieron hasta mínimos cercanos al 285% del PIB en 2002, para retomar una tendencia ascendente hasta valores superiores al 350% del PIB justo antes del comienzo de la crisis. Estas oscilaciones fueron más amplias que las registradas en las carteras de los hogares españoles porque la proporción de acciones y fondos de inversión era muy superior en el primer caso. De hecho, la composición de la cartera de los hogares de EE.UU., que no mostró variaciones muy significativas entre 2000 y 2007, se caracterizaba por la mayor importancia relativa de los seguros y los fondos de pensiones (más de una tercera parte) y de los instrumentos relacionados con los mercados financieros. En concreto, la importancia de la cartera de renta fija, que concentraba el 10%

de los activos totales, era mucho mayor que en el caso español. Finalmente, los depósitos bancarios apenas superaban el 15% de los activos totales (véase gráfico 13).

3 Impacto de la crisis financiera sobre el ahorro de los hogares

3.1 La evolución del ahorro durante la crisis

Desde el inicio de la crisis financiera, el ahorro de los hogares en España ha experimentado una tendencia similar a otras economías avanzadas, como la zona del euro o EE.UU., aunque con variaciones mucho más acusadas. Así, la tasa de ahorro de los hogares españoles en términos de la renta bruta disponible del sector, que venía registrando valores en torno al 10-12% desde el año 2000, experimentó un fuerte repunte entre septiembre de 2007 y finales de 2009, cuando alcanzó su máximo histórico situado en el 18,5%. En 2010, la tasa de ahorro descendió intensamente y en 2011 atenuó su ritmo de caída, volviéndose a situar ligeramente por encima de los valores de los años inmediatamente anteriores a la crisis. De este modo, la tasa de ahorro se situó en el 11,6% a finales de 2011, nueve décimas por encima del porcentaje promedio registrado durante los años previos a la crisis (2004-2007)¹⁰. Por el contrario, la tasa de ahorro de los hogares de otras economías avanzadas, pese a mostrar la misma trayectoria desde el comienzo de la crisis que en el caso español, se ha caracterizado por una mayor estabilidad durante la misma (véase gráfico 3).

El estallido de la crisis financiera y sus ramificaciones a escala global provocaron una pérdida de confianza generalizada, que fue más intensa en aquellas economías que presentaban mayores vulnerabilidades, como la española, que había acumulado diversos desequilibrios en los años previos a la crisis. En ese contexto, los hogares españoles aumentaron sensiblemente su ahorro durante 2008 y 2009. Este aumento del ahorro, con un componente precautorio importante, se produjo en un entorno caracterizado por un fuerte aumento de la aversión al riesgo de los hogares, de retrocesos en sus expectativas de renta, de pérdida de riqueza financiera y no financiera y de restricciones en el acceso al crédito bancario. A continuación, se expone con algo más de detalle la incidencia de estos factores sobre el ahorro de los hogares españoles.

El rápido crecimiento del desempleo experimentado por la economía española, con una tasa del 23% de la población activa a finales de 2011, muy superior al resto de las economías más industrializadas, y la dificultad de los trabajadores en paro para reincorporarse al mercado laboral¹¹, generaron una elevada incertidum-

10 Los datos preliminares de ahorro correspondientes al primer trimestre de 2012 indican que las familias desahoraron en dicho trimestre como consecuencia de la disminución de la renta disponible y el ligero crecimiento de su consumo. En promedio durante los últimos cuatro trimestres, la tasa de ahorro descendió hasta el 10,8% de la renta disponible, siete décimas menos que a finales de 2011.

11 Esta dificultad en la reasignación de recursos en el mercado laboral español está muy condicionada por las rigideces que presenta, en especial, en los ámbitos de la contratación y los costes de despido, más elevadas que en la mayoría de los países europeos. Una ilustración de tales características está disponible en la sección «Employing Workers Data» en los informes periódicos bajo el título «Doing Business» que elaboran conjuntamente el Banco Mundial y la International Finance Corporation. Véase, por ejemplo, Banco Mundial e IFC (2012), «Doing business in a more transparent world. Comparing regulation for domestic firms in 183 economies».

bre en la formación de expectativas sobre las rentas futuras de los hogares y se materializaron finalmente en un aumento de su ahorro para cubrir contingencias en el futuro (permanencia excesiva en situación de desempleo, agotamiento de las prestaciones, etc.)¹².

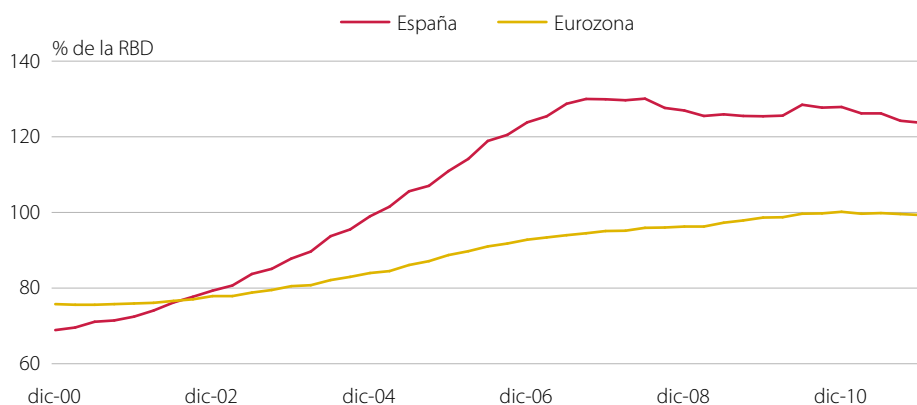
Además del empeoramiento de las expectativas sobre su renta, la riqueza de los hogares se redujo sustancialmente desde el inicio de la crisis, impulsando el ahorro de las familias. Por una parte, la caída del precio de los activos inmobiliarios dio lugar a un fuerte descenso del valor de la riqueza inmobiliaria de los hogares, superior al 80% del PIB desde que comenzó a descender el precio de estos activos en septiembre de 2007 (véase panel superior derecho del gráfico 4). Por otra parte, la riqueza financiera neta descendió en mucha menor medida desde que comenzó la crisis (20% del PIB), ya que la reducción del precio de los activos financieros se vio compensada parcialmente por la ralentización en el ritmo de contracción de pasivos. En conjunto, la riqueza neta total de los hogares se situaba en el 564% del PIB en diciembre de 2011, un nivel notablemente inferior al de septiembre de 2007, de cerca del 670% (véase panel superior derecho del gráfico 4).

Un tercer factor de estímulo del ahorro de los hogares fue la mayor dificultad para acceder a la financiación bancaria a raíz de la crisis financiera, como reflejan las encuestas de préstamos bancarios. Este efecto fue más intenso en España que en el resto de países de la zona del euro (véase panel inferior derecho del gráfico de 4). En estos momentos, los hogares se enfrentan a unas condiciones de acceso al crédito bancario significativamente más duras que antes de la crisis. Por su parte, a finales de 2011, el saldo vivo del crédito bancario concedido a las familias españolas continuaba contrayéndose a ritmos superiores al 2% interanual, reflejando tanto el endurecimiento de las condiciones de oferta como una caída de la demanda solvente de crédito.

Por último, cabe también la posibilidad de que una parte de los hogares españoles hubiera mostrado un comportamiento «ricardiano» durante la crisis, anticipando futuras subidas impositivas ante los fuertes incrementos del gasto público que les habrían inducido, finalmente, a aumentar su nivel de ahorro.

Como se comentó anteriormente, desde 2010 se ha observado una caída en la tasa de ahorro de los hogares españoles, de una intensidad parecida al repunte observado en los dos años anteriores, que posteriormente se suavizó a lo largo de 2011. Por un lado, los anteriores factores precautorios perdieron intensidad durante 2010 y el primer semestre de 2011, como consecuencia de los primeros indicios de recuperación económica y de la desaceleración en el crecimiento de la tasa de paro. En los meses posteriores, por el contrario, un nuevo incremento de la incertidumbre asociado al recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana europea y el notable deterioro de la actividad económica doméstica contribuyeron a ralentizar el descenso de la tasa de ahorro. El deseo de suavizar la senda de consumo por parte de las familias, junto con el incremento del número de hogares que han agotado su capacidad de ahorrar son factores que, presumiblemente, estarían limitando una mayor subida de la tasa de ahorro en el periodo más reciente.

12 Véase, por ejemplo, Barceló y Villanueva (2011), *Los efectos de la estabilidad laboral sobre el ahorro y la riqueza de los hogares*, Banco de España, Documento de Trabajo 1002.



Fuente: BCE. Datos hasta diciembre de 2011.

1 Calculada como el saldo vivo de los préstamos contraídos por los hogares como porcentaje de su renta bruta disponible anual.

3.2 Composición del ahorro de los hogares

La elevada variabilidad de la tasa de ahorro de los hogares durante la crisis ha venido acompañada de una notable reducción en el ritmo de las operaciones financieras y no financieras destinadas a canalizar el ahorro de los hogares, así como de una recomposición de las tenencias de activos financieros de este sector en favor de instrumentos de menor riesgo, como suele ocurrir en contextos de fuerte aversión al riesgo. Como se ilustra en el gráfico 5, desde los valores máximos alcanzados en 2006 en la adquisición de activos y en los pasivos contraídos (cercanos al 15% del PIB), se ha pasado en 2011 a valores ligeramente superiores al 2% del PIB para los primeros y a una caída de los pasivos de los hogares cercana al 3% del PIB en 2011.

En relación con la adquisición de activos por parte de los hogares, la referida a activos no financieros, principalmente materializada en activos inmobiliarios, se ha reducido por debajo del 1% del PIB en 2011, desde niveles en torno al 5% en los años inmediatamente anteriores a la crisis. Del mismo modo, la inversión en activos financieros descendió desde niveles cercanos o superiores al 10% del PIB en la mayoría de aquellos años hasta apenas superar el 1% del PIB en 2011.

Como se ha indicado, al mismo tiempo se han producido cambios sustanciales en la composición de la cartera financiera que han acentuado su carácter conservador. Durante la crisis, las decisiones de inversión de los hogares han estado muy condicionadas por su percepción de riesgo en los mercados financieros. Así, durante 2008 los hogares españoles efectuaron fuertes reembolsos netos en fondos de inversión¹³ y aumentaron sus tenencias en depósitos a plazo, que aseguraban cierta rentabilidad a cambio de un riesgo menor (véase panel superior izquierdo del gráfico 9). En línea con el descenso

13 Dentro de los fondos de inversión se produjo un comportamiento heterogéneo entre las diferentes vocaciones. Las salidas netas de fondos estuvieron concentradas en los fondos de inversión de renta fija, en los fondos globales y en los garantizados de renta variable. Por el contrario, los fondos garantizados de renta fija fueron receptores netos de recursos.

temporal de la incertidumbre que tuvo lugar en 2009, los hogares españoles retomaron, e incluso incrementaron respecto a los años previos a la crisis, el ritmo de compras de los instrumentos de mayor riesgo, principalmente acciones, aunque también renta fija cotizada. En 2010 se observó nuevamente una mayor preferencia por los depósitos a plazo acompañada de salidas netas de fondos de inversión. No obstante, durante el último trimestre de 2011 los hogares españoles efectuaron importantes adquisiciones de valores de renta fija, especialmente, de corto plazo, en línea con el notable ascenso de las rentabilidades en las letras del Tesoro y el interés de las entidades financieras en la captación de fondos minoristas a través de pagarés de empresa. El recrudecimiento de la crisis financiera y la dificultad en el acceso a la financiación mayorista incentivó la competencia de las entidades bancarias españolas por la captación de fondos a través de su red de oficinas, con incrementos en la rentabilidad y en el plazo de este tipo de activos¹⁴. Con todo, el importe adquirido en valores negociables de corto plazo, básicamente a través de los dos instrumentos mencionados¹⁵, alcanzó los ocho mil millones de euros, máximo volumen de la serie histórica, en detrimento de los depósitos de largo plazo, que registraron salidas cercanas a los diez mil millones de euros.

En efecto, como ilustra el gráfico 8, se observa una caída de los depósitos bancarios de las sociedades no financieras y las familias españolas, en el último caso de menor intensidad, tras la introducción de un incremento en las aportaciones de las entidades bancarias al Fondo de Garantía de Depósitos vinculado al exceso en las remuneraciones ofrecidas por estos instrumentos sobre la rentabilidad media del mercado¹⁶. Como se ha indicado, dichas salidas netas en los depósitos bancarios de las familias, cuyo saldo vivo descendió a un ritmo próximo al 1% interanual en marzo de 2012 (-0,2% en 2011), han venido acompañadas por el incremento en las tenencias de valores de renta fija de corto plazo.

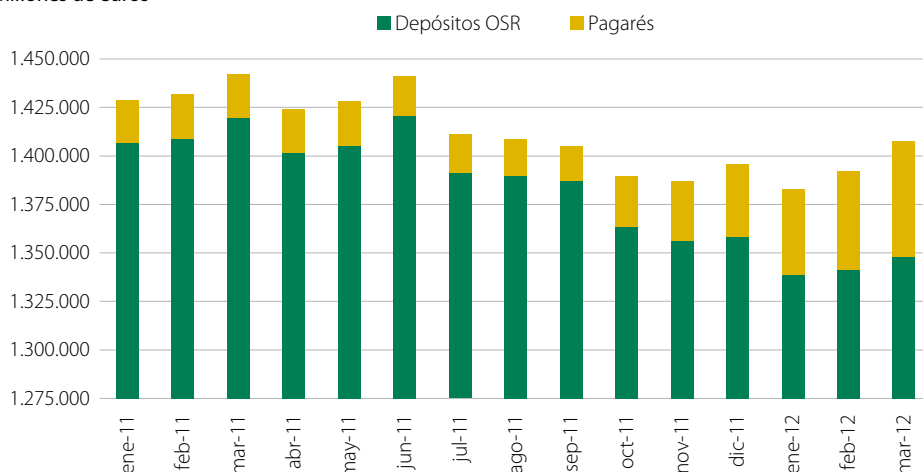
Las variaciones en la cartera financiera de los hogares españoles a lo largo de la crisis no solo se atribuyen a los cambios en la composición de los activos adquiridos, sino también a las variaciones de los precios de los instrumentos negociados en los mercados financieros, que suelen ser, lógicamente, más intensas en los instrumentos de renta variable (véase panel superior derecho del gráfico 9). Las mayores adquisiciones de instrumentos más seguros y el descenso pronunciado de los precios de los activos de renta variable han dado lugar a un fuerte aumento de la importancia relativa de los primeros hasta el 69% del total de la cartera en 2011, 14 p.p. más que en 2007.

14 Las emisiones de pagarés de las entidades financieras durante el último trimestre de 2011 y el primer trimestre de 2012 ascendieron a 90 mil millones de euros, casi el doble de lo emitido en el mismo periodo del año anterior. Por el contrario, el volumen emitido por las sociedades no financieras fue marginal durante el mismo periodo (729 millones, frente a 630 millones un año antes). Véase adicionalmente la decimotercera nota a pie para una aproximación del volumen de este tipo de valores adquirido por inversores minoristas.

15 Según datos del Tesoro Público, la cartera a vencimiento de letras del Tesoro en manos de los hogares residentes experimentó un incremento cercano a los 1.300 millones de euros en el último trimestre de 2011 (véase <http://www.tesoro.es/SP/home/estadistica.asp>). Por su parte, la contratación de pagarés de empresa cotizados en AIAF por parte de clientes minoristas en operaciones a vencimiento fue superior a los 2.500 millones de euros en el último trimestre de 2011 (véase <http://www.aiaf.es/esp/asp/Portadas/Home.aspx>). En el primer trimestre de 2012, la contratación de este tipo de valores por clientes minoristas ascendió a 1.650 millones de euros.

16 Real Decreto 771/2011, de 3 de junio, por el que se modifica el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras y el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de las entidades de crédito.

Millones de euros



Fuente: Banco de España y CNMV.

1 Otros sectores residentes.

De hecho, el 50% del total de los activos financieros de los hogares españoles en 2011 se concentró en efectivo y depósitos, doce p.p. más que en 2007 (véase cuadro 1). El mayor crecimiento, con siete p.p. más que en 2007, correspondió a los depósitos a plazo, que suponían un 27% del total.

El incremento durante la crisis de los seguros de vida y los planes de pensiones fue de dos p.p., situándose la cuota de estos activos en el 16% de los activos financieros totales de las familias españolas en 2011.

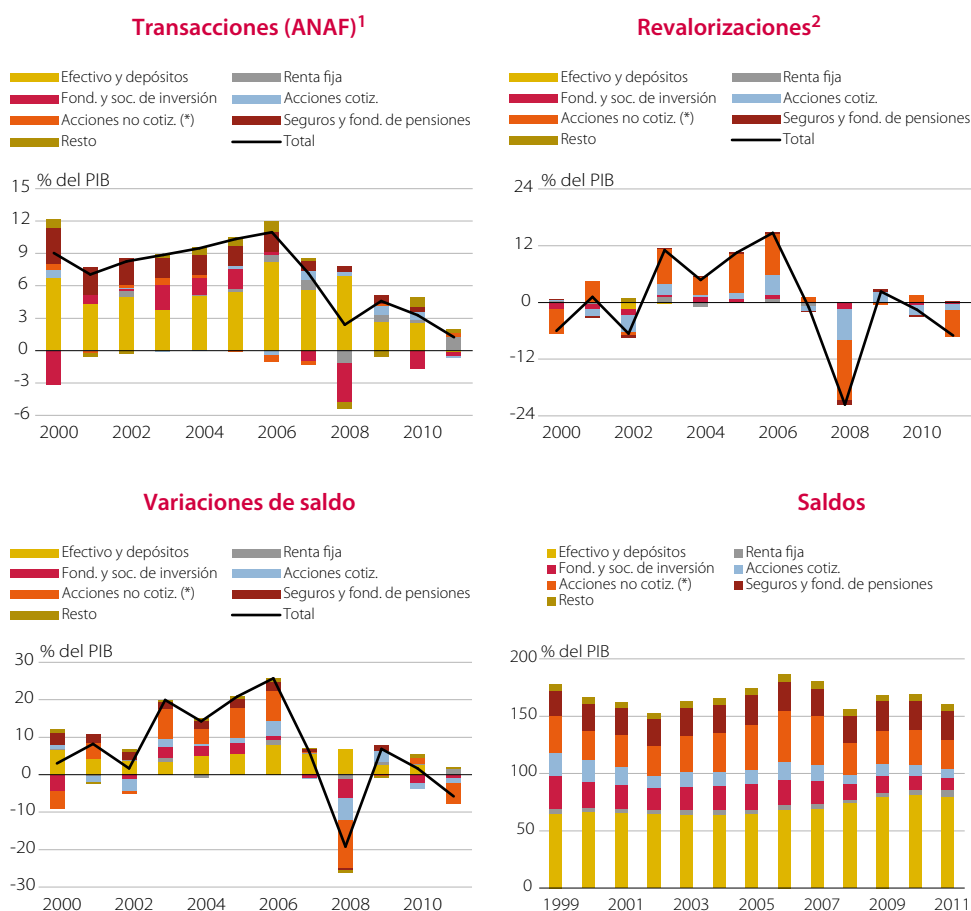
En cuanto a los activos financieros de mayor riesgo, su peso relativo en la cartera financiera de los hogares ha descendido hasta el 31%, 14 p.p. menos que en 2007. La caída de este tipo de activos se ha debido fundamentalmente a la disminución de las participaciones de capital por parte de los hogares (de once p.p., hasta situarse en el 20% de los activos totales). El descenso más intenso se ha producido en acciones no cotizadas y otras participaciones (ocho p.p., hasta situarse en el 15% del total¹⁷), por encima de la caída de las acciones cotizadas (tres p.p., hasta el 5% del total) y de los fondos y sociedades de inversión (cuatro p.p., hasta el 7% del total). Por su parte, las tenencias de valores de renta fija aumentaron en un punto porcentual durante la crisis, hasta el 4%

17 La caída de las acciones no cotizadas y otras participaciones en el capital en la cartera de activos financieros de los hogares en el periodo 2007-2011 se debió exclusivamente a la caída en el precio de estos instrumentos, pues los hogares españoles continuaron efectuando adquisiciones netas de los mismos (véase gráfico 9). El primer efecto fue mayor que en el resto de instrumentos de la cartera financiera de los hogares, lo que pudo estar condicionado adicionalmente por algún tipo de reclasificación entre las acciones no cotizadas y otras participaciones y las acciones cotizadas ya que, según las aproximaciones empleadas en este artículo para medir el efecto de los cambios en los precios, dichas reclasificaciones se agruparían dentro de este concepto. Por el contrario, el segundo efecto ha sido de menor intensidad. Las menores inversiones netas en acciones no cotizadas y otras participaciones en el capital pudieron estar condicionadas, aparte de lo comentado anteriormente, por las elevadas tasas de salida de las pymes (véase el recuadro 5.1 del Informe Anual de 2011 del Banco de España), que normalmente no cotizan, desde el inicio de la crisis y la percepción de mayor riesgo por parte de los hogares en la participación en el capital de este tipo de compañías.

del total de activos financieros, debido a la adquisición de instrumentos de deuda pública y pagarés de entidades financieras durante el último tramo de 2011.

Evolución y composición de los activos financieros de los hogares españoles

GRÁFICO 9



Fuente: Banco de España. Datos hasta diciembre de 2011. (*) Incluye otras participaciones en el capital.

- 1 ANAF: Adquisiciones netas de activos financieros.
- 2 Incluye, aparte de los cambios en los precios de los activos financieros, otras variaciones en el volumen debidas a reclasificaciones sectoriales o entre activos y a actualizaciones en los mismos por criterios técnicos. No obstante, estas últimas variaciones son poco significativas durante todo el periodo.

Composición del activo financiero de los hogares (%)

CUADRO 1

	Efectivo y depósitos transferibles	Depósitos a plazo	Renta fija	Fondos y soc. de inversión	Acciones cotizadas	Acciones no cotizadas y otras part.	Seguros y fondos de pensiones	Resto
2005	21,8	15,5	2,1	12,9	7,2	22,6	14,5	3,3
2006	20,4	16,1	2,6	11,7	8,3	23,9	13,7	3,4
2007	19,1	19,3	2,6	10,8	7,9	23,4	13,6	3,4
2008	21,2	26,4	2,2	8,8	5,0	18,0	15,0	3,4
2009	22,8	24,4	2,5	8,4	6,6	17,2	15,2	3,0
2010	22,5	25,7	2,6	7,1	5,6	18,0	15,1	3,5
2011	23,3	26,6	3,6	6,8	5,0	15,2	15,7	3,8

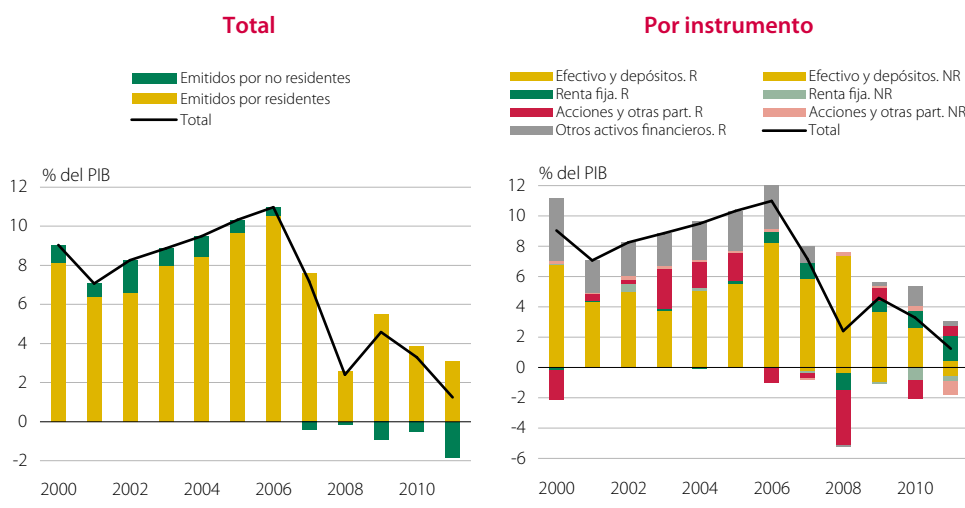
Fuente: Cuentas financieras del Banco de España.

El gráfico 10 ilustra las inversiones en activos financieros por parte de los hogares españoles en la última década según la residencia del emisor. Durante la crisis financiera las mayores desinversiones de los hogares españoles se efectuaron precisamente en las acciones y otras participaciones en el capital emitidas por entidades residentes (un 3,2% del PIB), produciéndose la mayoría de las mismas en plena irrupción de la crisis en 2008 (3,6% del PIB). Dado el contexto macroeconómico y financiero de la crisis, menos favorable para destinar recursos a la inversión en activos, las familias tendieron a invertir en depósitos de entidades residentes, por un importe del 14,1% del PIB en el periodo de 2008 a 2011. La adquisición neta de valores de renta fija emitidos por entidades residentes ascendió al 2,3% del PIB entre 2008 y 2011, con mayor intensidad durante la última parte de 2011, mientras que la adquisición de otros activos residentes, principalmente seguros y fondos de pensiones comercializados por entidades domésticas, alcanzó el 1,7% del PIB en el mismo periodo. En conjunto, la adquisición neta de activos financieros procedentes de entidades residentes ascendió al 15% del PIB durante la crisis.

Por tanto, además de la reorientación de las carteras de inversión de los hogares españoles hacia activos más seguros, durante la crisis se ha observado un mayor sesgo en favor de las inversiones domésticas como consecuencia del incremento generalizado de la incertidumbre. De hecho, desde el inicio de la crisis financiera, los hogares españoles efectuaron desinversiones netas en todos los activos financieros emitidos por entidades no residentes. Entre 2008 y 2011, dichas desinversiones alcanzaron un importe equivalente al 3,5% del PIB y se produjeron con mayor intensidad en efectivo y depósitos (2%) y valores de renta fija (1,2%) y, de modo marginal, en acciones y otras participaciones en el capital (0,3%).

Origen de las adquisiciones netas de activos financieros

GRÁFICO 10



Fuente: Banco de España. Datos hasta 2011.

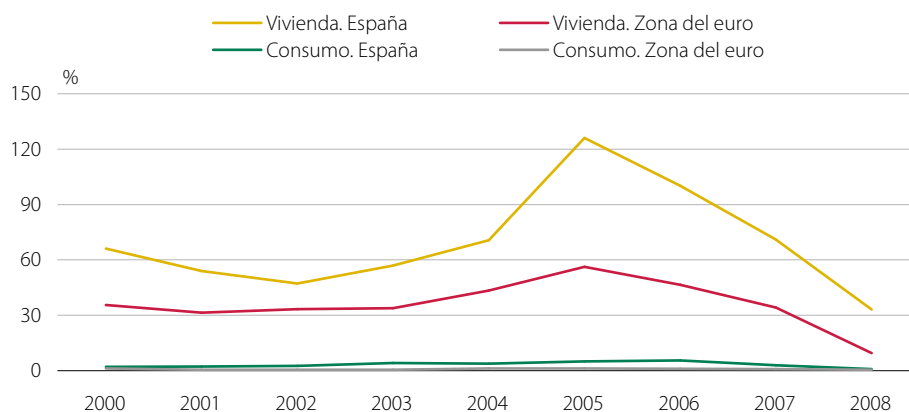
La composición del ahorro de los hogares de la zona del euro no ha cambiado tan drásticamente como en el caso español durante la crisis. La relativa estabilidad de la tasa de ahorro se extendió también a las decisiones de inversión y financiación (véase panel central del gráfico 5). Así, en el conjunto del área se ha observado un ajuste más gradual y de menor magnitud que en el caso español de las adquisiciones netas de activos financieros y no financieros (dos puntos porcentuales, hasta situarse en el

4% y el 2% del PIB, respectivamente) y en la asunción de pasivos que, en contraste con el proceso de desapalancamiento iniciado por los hogares españoles desde finales de 2008 (cerca ya al 3% del PIB), continuaron expandiéndose, si bien a un ritmo más moderado (entre el 1% y el 2% del PIB, frente a avances del 5% del PIB, aproximadamente, en los años previos a la crisis).

Existen diversos factores que pueden ayudar a explicar la mayor estabilidad de la tasa de ahorro y de las decisiones de inversión y de financiación de los hogares observada en la zona del euro. Así, por una parte, el menor incremento relativo del desempleo de la zona ha generado una menor incertidumbre sobre las expectativas de renta futura. Por otro lado, el descenso de su riqueza inmobiliaria a lo largo de la crisis ha sido menos intenso, como consecuencia del menor peso de la vivienda en el patrimonio total de los hogares y del menor descenso del precio de estos activos. En particular, la riqueza inmobiliaria de los hogares del área del euro ascendía al 278% del PIB en 2011, 22 p.p. inferior al máximo registrado en septiembre de 2007. Asimismo, los hogares de la zona del euro han mostrado una menor dependencia de los préstamos bancarios en sus decisiones de consumo e inversión, por lo que la moderación de este canal de financiación en la actual fase recesiva puede estar teniendo efectos menos contractivos sobre el gasto de estas familias (véase gráfico 11).

Relación entre los préstamos bancarios y la inversión en vivienda y consumo de los hogares¹: España y zona del euro

GRÁFICO 11



Fuente: Banco de España y BCE.

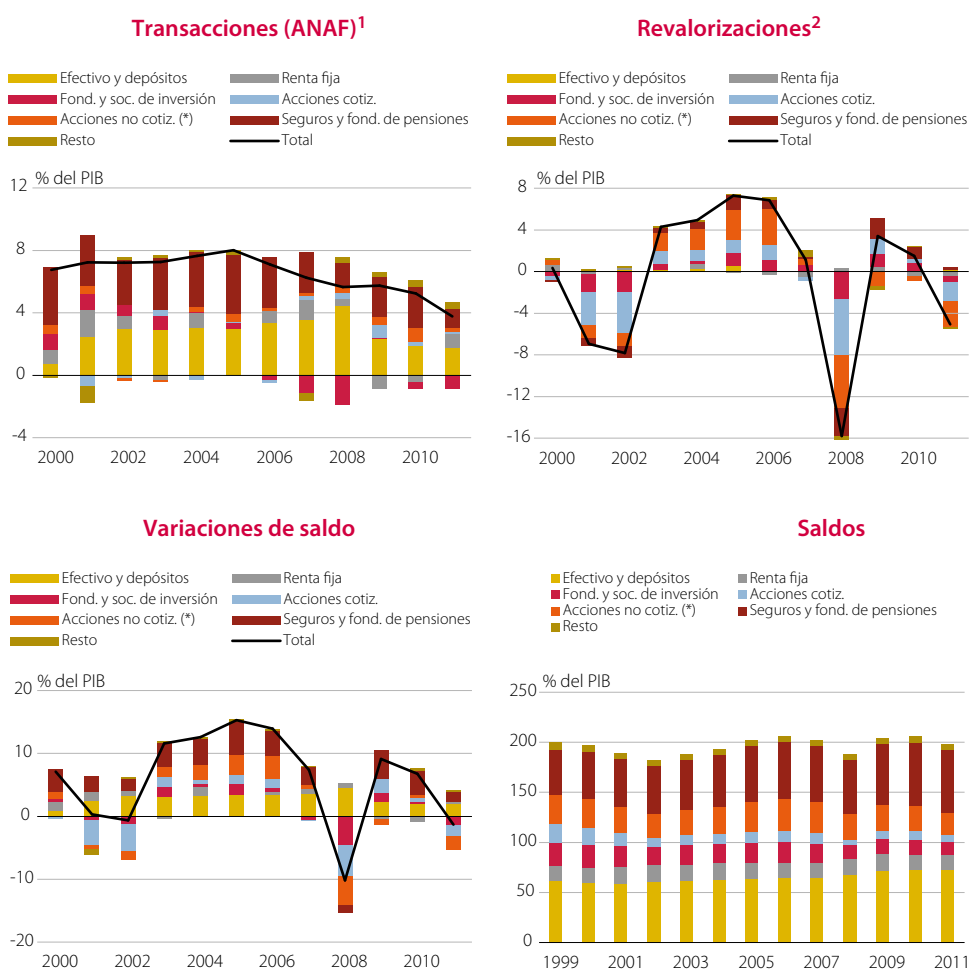
- 1 Calculada como la ratio entre el incremento en el saldo vivo de los préstamos bancarios concedidos a hogares para cada una de las finalidades (adquisición de vivienda y financiación de consumo) y los flujos de los hogares destinados a esas finalidades (gasto en consumo final y formación bruta de capital fijo) en términos nominales. Solo se representan las series hasta el año 2008, pues en adelante se registra una caída acumulada en los préstamos bancarios a los hogares españoles en las dos finalidades dificultando por tanto la interpretación de las ratios. Desde 2008 hasta septiembre de 2011, el flujo promedio anual de inversión en vivienda de los hogares en España descendió un 14% respecto al flujo promedio del periodo 2000-2008, frente al crecimiento del 2% en la zona del euro. Por el contrario, el flujo promedio anual de inversión en consumo de los hogares españoles mostró un avance similar al de la zona del euro, por encima del 15%.

La composición de la cartera financiera de los hogares de la zona del euro también se ha mantenido más estable que en el caso de los hogares españoles (véase panel inferior derecho del gráfico 12). El porcentaje de sus tenencias en los activos financieros más seguros no ha variado sustancialmente durante la crisis como lo ha he-

cho en España. En 2011, estos suponían el 71% del total de activos financieros, ocho p.p. más que en 2007. El peso de los seguros y fondos de pensiones en la cartera financiera de los hogares de la zona del euro era muy superior al caso español, representando un 32% del total, un porcentaje similar a las tenencias de depósitos, que, en el caso español, son sensiblemente más elevadas en términos relativos. El peso relativo de ambos instrumentos en los activos totales ha experimentado un crecimiento de cuatro p.p. desde 2007. El peso del resto de activos financieros no ha experimentado cambios apreciables durante la crisis, situándose en un 6% del total.

Evolución y composición de los activos financieros de los hogares de la Eurozona

GRÁFICO 12



Fuente: BCE. Datos hasta diciembre de 2011. (*) Incluye otras participaciones en el capital.

1 ANAF: Adquisición neta de activos financieros.

2 Incluye, aparte de los cambios en los precios de los activos financieros, otras variaciones en el volumen debidas a reclasificaciones sectoriales o entre activos y a actualizaciones en los mismos por criterios técnicos. No obstante, estas últimas variaciones son poco significativas durante todo el periodo.

Dentro de los activos financieros de mayor riesgo, el peso de las participaciones de capital en la cartera financiera de los hogares de la zona del euro ha disminuido hasta el 15% (21% en 2007), debido, fundamentalmente, a la caída en el porcentaje de acciones no cotizadas y otras participaciones (de cuatro p.p., hasta situarse en el 11% del total en 2011), más acusada que el descenso en acciones cotizadas (de dos p.p. hasta el 4% en 2011). Por su parte, los fondos y sociedades de inversión y los

valores de renta fija, que suponen, cada uno de ellos, el 7% de los activos totales, registraron descensos de uno y dos p.p., respectivamente. Cabe destacar que el porcentaje de activos financieros en fondos y sociedades de inversión por parte de los hogares de la zona del euro y España es similar, pero el correspondiente a valores de renta fija es superior en el primer caso.

En contraste con la zona del euro, la composición del ahorro de los hogares en EE.UU. ha cambiado sustancialmente durante la crisis financiera, aunque de forma menos acusada que en España. Así, la inversión en activos ha pasado de registrar valores en el entorno del 20% del PIB en los años anteriores a la crisis a permanecer en el 12-13% durante la misma y la contracción de pasivos, iniciada un año antes que en España, se ha producido a un ritmo constante equivalente al 1% del PIB anual en este periodo (véase panel inferior del gráfico 5).

La fuerte caída en el precio de la vivienda en EE.UU., mayor que en el caso español, ha tenido un menor impacto en la riqueza de los hogares estadounidenses respecto a las economías de la zona del euro, en especial en España, debido al menor peso de los activos residenciales en el patrimonio de los hogares de EE.UU. (30% de los activos totales en el promedio de 2001 a 2011, frente al 58% en la zona del euro). Por tanto, la riqueza de los hogares de EE.UU. ha estado más ligada a la evolución de sus activos financieros, que, al igual que en el resto de economías avanzadas, han estado condicionados por el incremento de la volatilidad y las caídas acumuladas desde el inicio de la crisis en los precios de los instrumentos negociados en los mercados de renta variable y renta fija (véase panel superior derecho del gráfico 13).

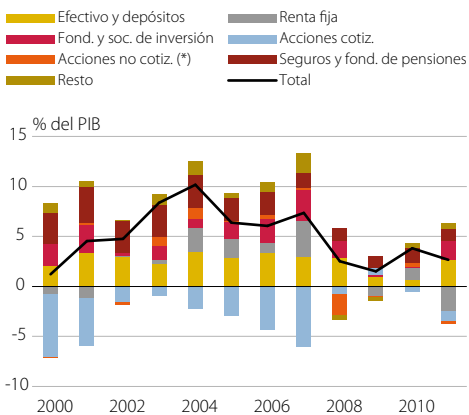
A pesar del aumento de la incertidumbre en los mercados financieros y la caída de los flujos de inversión de los hogares de EE.UU. durante la crisis, estos últimos han mantenido inalterada la composición de su ahorro materializado en activos financieros. De este modo, han continuado su patrón inversor, orientado tradicionalmente hacia los seguros y fondos de pensiones, de vocación más arriesgada que en la zona del euro, y los fondos y sociedades de inversión (véase panel superior izquierdo del gráfico 13). De hecho, al contrario que en España y, en menor medida, en la zona del euro, los hogares de EE.UU., en su conjunto, no han efectuado reembolsos netos en este último instrumento en ningún año durante la crisis.

Así, el porcentaje de la cartera financiera que los hogares de EE.UU. destinan a seguros y fondos de pensiones apenas varió desde 2007, situándose en el 29% del total en 2011, cifra similar a la de la zona del euro pero muy superior al caso español. El porcentaje de la cartera financiera de los hogares de EE.UU. en efectivo y depósitos, principalmente materializado en depósitos a plazo, es sensiblemente inferior que en la zona del euro y particularmente en España, representando apenas el 14% del total en 2011 (dos p.p. más que en 2007). El tercer instrumento por importancia, los fondos y sociedades de inversión, mantuvo su peso durante la crisis en el 12% del total, algo menos del doble que en la zona del euro y España. El peso de la participación directa en el capital de las compañías, mayor que en la zona del euro y España, se distribuye aproximadamente a partes iguales entre acciones cotizadas y no cotizadas y descendió cinco p.p. hasta el 31% del total. Finalmente, el peso de la cartera en valores de renta fija es algo superior que en las economías de la zona del euro y en especial en España y permaneció en torno al 10% del total durante la crisis.

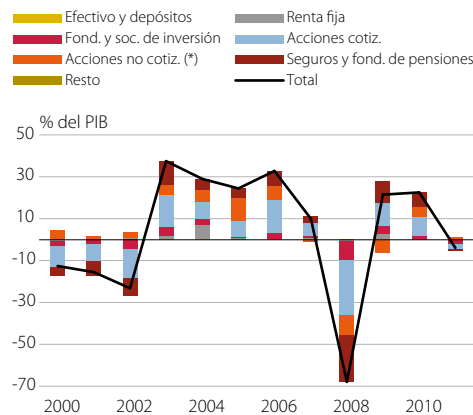
Evolución y composición de los activos financieros de los hogares de EE.UU.

GRÁFICO 13

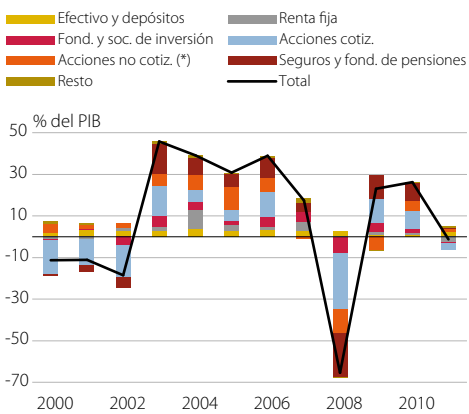
Transacciones (ANAF)¹



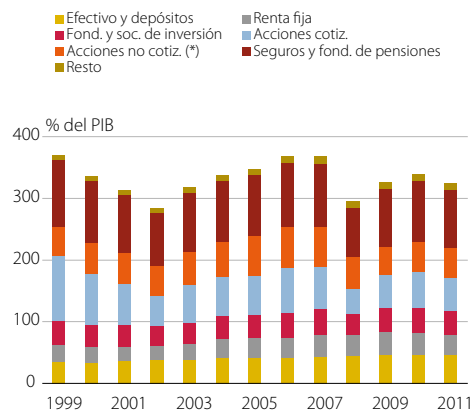
Revalorizaciones²



Variaciones de saldo



Saldos



Fuente: Reserva Federal de EE.UU. (*Flow of Funds Accounts*). Datos hasta diciembre de 2011. (*) Incluye otras participaciones en el capital.

1 ANAF: Adquisición neta de activos financieros.

2 Incluye, aparte de los cambios en los precios de los activos financieros, otras variaciones en el volumen debidas a reclasificaciones sectoriales o entre activos y a actualizaciones en los mismos por criterios técnicos. No obstante, estas últimas variaciones son poco significativas durante todo el periodo.

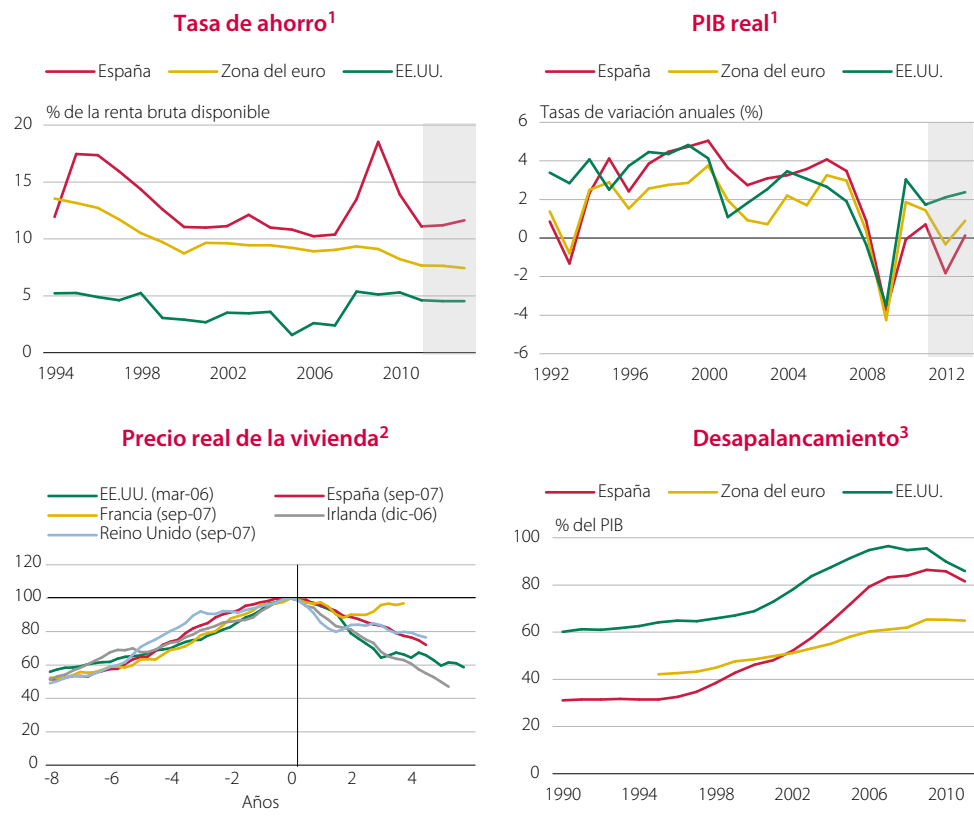
De este modo, la crisis financiera ha impactado en las decisiones de inversión de los hogares españoles con mayor intensidad que en otras economías avanzadas, disminuyendo su propensión a la inversión en todo tipo de activos y a la asunción de pasivos y desplazando su cartera financiera hacia activos de menor riesgo y preferentemente emitidos por entidades domésticas. En los hogares de la zona del euro y en EE.UU., que comparten casi todas estas tendencias, pero donde las magnitudes han variado con menos intensidad, la preferencia por activos seguros se inclina más por la vertiente de seguros y fondos de pensiones que por los depósitos bancarios, como en España. Además, los hogares de EE.UU. han tenido un papel más activo en la contratación de instrumentos de renta variable y renta fija, bien directamente o indirectamente a través de los fondos de inversión.

La evolución futura de la tasa de ahorro dependerá del comportamiento de sus principales determinantes, expuestos con anterioridad en este artículo. Varios de ellos

sugieren que el ahorro de los hogares tenderá a estar por encima de los niveles observados antes de la crisis (véase panel superior izquierdo del gráfico 14). Entre ellos destacaría, en primer lugar, las dificultades que está experimentando la economía española para alcanzar un nivel de actividad suficiente que permita crear empleo, y, en consecuencia, mejorar las expectativas de renta de los hogares (véase panel superior derecho del gráfico 14). En segundo lugar, la continuación del proceso de ajuste en el precio de la vivienda seguirá impactando negativamente sobre la riqueza de las familias españolas, de modo que la propensión a consumir puede verse mermada (véase panel inferior izquierdo del gráfico 14). En tercer lugar, el cumplimiento de los objetivos en materia de déficit público para los próximos años podría añadir un elemento de presión sobre la renta de las familias y su propensión a ahorrar, si estas últimas anticipan nuevas subidas de impuestos o recortes de gastos sociales que les induzca a elevar su propensión marginal al ahorro (comportamiento «ricardiano»). Finalmente, los hogares continuarán inmersos en un proceso de desapalancamiento, que podría verse acentuado por el descenso de la disponibilidad de crédito en el actual marco de reestructuración y saneamiento del sistema financiero español.

El ahorro de los hogares y algunos de sus determinantes

GRÁFICO 14



Fuente: Bancos centrales y oficinas de estadística nacionales, FMI y OCDE.

- 1 El área sombreada indica las previsiones para 2012 y 2013. Tasa de ahorro bruto para España y tasas de ahorro neto para la zona del euro y EE.UU. La tasa de la zona del euro es una media ponderada por el PIB nominal de las tasas de los siguientes países: Alemania, Austria, Bélgica, Estonia, Finlandia, Holanda, Irlanda, Italia y Eslovaquia.
- 2 La variable se normaliza a 100 en el periodo donde alcanza su máximo, el cual se refleja entre paréntesis junto al nombre de cada país. Datos para España, Irlanda y Reino Unido hasta marzo de 2012. Datos para EE.UU. hasta diciembre de 2011. Datos para Francia hasta junio de 2011.
- 3 Calculado con el saldo vivo de préstamos de los hogares. No incluye otras cuentas pendientes de pago. Datos hasta el cuarto trimestre de 2011.

En el sentido opuesto, existen factores que pueden limitar la tendencia alcista del ahorro en el corto plazo y que están relacionados fundamentalmente con el deseo de suavizar el consumo por parte de las familias y con el notable incremento del número de hogares que han podido agotar su capacidad de ahorrar.

4 Conclusiones

El ahorro de los hogares españoles ha sufrido cambios notables a lo largo de los últimos años como consecuencia de las profundas modificaciones que han sufrido sus determinantes a lo largo de la actual crisis financiera. En el periodo inmediatamente anterior a la crisis, la tasa de ahorro de los hogares había descendido hasta mínimos históricos, próximos al 10% de la renta bruta disponible, en un contexto de fuerte expansión de la actividad en el que la expectativa de renta y de riqueza de los hogares aumentaba, impulsando la propensión al consumo de las familias. Esta reducción del ahorro de las familias fue compatible con un fuerte aumento de la inversión tanto en activos financieros como no financieros, particularmente inmobiliarios, gracias a los recursos que obtuvieron del crédito bancario. La caída de los tipos de interés y la relajación de los criterios de concesión de crédito, tanto para vivienda como para consumo, fueron catalizadores importantes en este proceso.

Algunos de los factores que explicarían el descenso de la tasa de ahorro de los hogares españoles durante el periodo anterior a la crisis también estuvieron presentes en otras economías avanzadas, como EE.UU. o la zona del euro. En ambos casos, el ahorro de los hogares entre 2000 y 2007 también se mantuvo por debajo de sus promedios históricos. Sin embargo, existen dos características específicas que describen el comportamiento ahorrador e inversor de los hogares españoles. La primera está relacionada con la importancia de los activos inmobiliarios en el conjunto de los activos totales de los hogares, próxima al 80%, muy superior a la observada en las principales áreas geográficas de referencia. La segunda se vincula al carácter más conservador de su inversión financiera, incluso en los años de bonanza económica. Así, la importancia relativa de los instrumentos más líquidos y seguros, el efectivo y los depósitos bancarios, se mantuvo en el 40% de la cartera de activos financieros de los hogares en los años anteriores a la crisis y creció hasta el 50% posteriormente. En la zona del euro y en EE.UU., la importancia de los seguros y los fondos de pensiones en la cartera de los hogares es mucho más elevada, al igual que la de los instrumentos relacionados con los mercados de valores, particularmente los de renta fija.

Tras el inicio de la crisis, el deterioro en las expectativas de renta elevó sustancialmente el ahorro de los hogares españoles, hasta máximos del 18% de la renta bruta disponible en 2009, y también el de las otras áreas económicas consideradas, aunque con menor intensidad. Este aumento del ahorro por motivo precaución tendió a reducirse gradualmente como consecuencia del descenso temporal de la incertidumbre de los hogares, así como de un cierto agotamiento en su capacidad de ahorrar. En este marco en el que los recursos obtenidos vía crédito bancario disminuyeron significativamente en consonancia con un incipiente proceso de desapalancamiento, la inversión de las familias se redujo sustancialmente y además se reorientó hacia los instrumentos más conservadores, particularmente, hacia depósitos bancarios.

Por su parte, la importancia relativa de los instrumentos relacionados con los mercados financieros en la cartera total descendió de forma notable.

En este marco, varios factores invitan a pensar que el nivel de ahorro de los hogares se mantendrá a medio plazo por encima de los mínimos marcados antes de la crisis. Entre ellos destacan el marcado deterioro del mercado laboral doméstico, que está reduciendo las expectativas de renta de los agentes con carácter permanente, y el descenso de la riqueza de los hogares, particularmente de la riqueza inmobiliaria, derivada de la caída de los precios de estos activos a lo largo de los últimos años. En tercer lugar, la necesidad de reducir el déficit público en los próximos años puede hacer que al menos una parte de los hogares se comporte de forma «ricardiana», elevando su ahorro en previsión de futuros incrementos impositivos y/o recortes del gasto. La continuidad del proceso de desapalancamiento de los hogares también jugará un papel relevante. Sin embargo, el incremento en el número de familias que han agotado su capacidad de ahorrar como consecuencia de la disminución de su renta disponible puede continuar limitando de forma notable el recorrido alcista de la tasa de ahorro en los próximos trimestres.

El análisis de la fusión de los MTF BATS y Chi-X por la autoridad británica de la competencia

Carlos Aparicio Roqueiro (*)

(*) Carlos Aparicio Roqueiro pertenece al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.

1 Introducción

En febrero de 2011, MTF BATS, uno de los principales sistemas multilaterales de negociación británicos, lanzó una oferta de adquisición de 300 millones de dólares sobre MTF Chi-X, la principal plataforma de negociación en el Reino Unido. La operación exigía la aprobación previa de la autoridad británica en materia de competencia, la Competition Commission (en adelante UKCC, por sus siglas en inglés), ya que la empresa resultante de la fusión tendría una cuota de mercado relevante según lo establecido en la normativa del Reino Unido. La UKCC, tras realizar el correspondiente estudio, dio su visto bueno a la operación¹, que se materializó en diciembre de 2011.

En consonancia con sus atribuciones, la investigación desarrollada por la UKCC tenía por objeto identificar y valorar posibles consecuencias negativas de la fusión desde la perspectiva de la competencia, con especial atención a la reacción potencial de las partes involucradas directamente en la misma, sus competidores y sus clientes. Este procedimiento y la información que proporciona tienen también un especial interés para los reguladores y supervisores de los mercados de valores por varios motivos. En particular, se trata de un estudio sobre el comportamiento de agentes de interés para los reguladores de valores en este tipo de plataformas de negociación, realizado por una autoridad pública de notable experiencia. El hecho de que el estudio se realice con una perspectiva distinta a la que cabría esperar en el ámbito de los mercados de valores no le resta interés, sino que, por el contrario, resulta enriquecedor. Por otra parte, la investigación se realiza en uno de los países con plataformas de negociación más grandes, sofisticadas y dinámicas, por lo que resulta especialmente informativa para los reguladores y supervisores de otros mercados donde estas plataformas todavía tienen una menor presencia. La investigación proporciona, con notable detalle, datos económicos y opiniones de los agentes involucrados, entre otra información valiosa para los reguladores de valores.

Cabe resaltar que la UKCC, en su análisis sobre las implicaciones de la fusión, utiliza información y criterios que tienen su origen o están estrechamente relacionados con la regulación en materia de valores, especialmente con la MiFID. En particular, la UKCC señala la relevancia que en su momento tuvo la MiFID para la aparición y el desarrollo de mercados como BATS y Chi-X y explica como su presencia ha supuesto una rebaja en el coste por la prestación de los servicios de negociación. A su vez, detalla cómo la propia regulación y la mejora tecnológica están permitiendo que cada vez sean menores los costes de entrada en este mercado. Al analizar el comporta-

1 El informe final, fechado el 24 de noviembre de 2011, es el *BATS Global Markets, Inc / Chi-X Europe Limited merger inquiry. A report on the anticipated acquisition by BATS Global Markets of Chi-X Europe Limited*. Este informe y otros documentos accesorios del proceso están disponibles en la página web de la UKCC, en <http://www.competition-commission.org.uk/our-work/directory-of-all-inquiries/bats-trading-chix-europe>.

miento de los intermediarios que operan en ellos, también pone de relieve el uso cada vez más frecuente de algoritmos en la aplicación del principio de mejor ejecución.

El presente artículo tiene como objetivo destacar los elementos de información y análisis en el informe de la UKCC que resultan de mayor interés para los reguladores y supervisores de valores. Con tal objetivo, el artículo se estructura del siguiente modo: en la sección segunda se describe el mercado de sistemas de negociación en el Reino Unido, incluyendo información sobre la importancia de cada plataforma, complementado en la sección tercera con una descripción de sus servicios y precios. En la sección cuarta se describe el comportamiento de sus clientes y, especialmente, su proceso de decisión a la hora de elegir el sistema de negociación al que acudir. La sección quinta analiza, teniendo en cuenta lo anterior, las barreras de entrada existentes para la creación o expansión de los sistemas de negociación, detallando las derivadas de los efectos de red producidos por la tendencia natural de la liquidez a concentrarse. Por último, se resaltan algunas conclusiones relevantes para la regulación de este mercado de sistemas de negociación.

2 El mercado relevante

2.1 El impacto de las nuevas plataformas de negociación en el mercado británico

El mercado británico de renta variable cuenta con la presencia de un número relativamente elevado de infraestructuras de negociación de distinto tipo, destacando las que operan como sistemas multilaterales de negociación (*multilateral trading facilities*, MTF) al amparo de la MiFID, como se advierte en el cuadro 1.

Sistemas de negociación de acciones en el Reino Unido. Año 2010

CUADRO 1

Denominación	Propiedad	Lit / dark ¹
LSE	LSE Group plc	Lit / hidden order
Chi-X (MTF)	Banco de inversión y consorcio de mediadores y operadores por cuenta propia	Lit / dark
BATS (MTF)	Banco de inversión y consorcio de mediadores y operadores por cuenta propia	Lit / dark
Turquoise (MTF)	51% LSEG y bancos	Lit / dark
Neuro (MTF)	Nasdaq OMX	Lit / dark
NYSE Arca Europe (MTF)	Subsidiario de NYSE Euronext	Lit
Liquidnet (MTF)	Renta variable privada	Dark
Smartpool (MTF)	NYSE Euronext y mediadores (JP Morgan, HSBC y BNP Paribas)	Dark
Nomura NX	Un único mediador (Nomura)	Dark
ITG Posit	Independiente	Dark
Equiduct	Börse Berlin, Citadel y Knight	Dark
Instinet Blockmatch	Un único mediador (Nomura)	Dark (bloques)
UBS MTF	Un único mediador (UBS)	Dark
ICAP BlockCross	Un único mediador	Dark (bloques)

Fuente: UKCC, *BATS Global Markets, Inc / Chi-X Europe Limited merger inquire*.

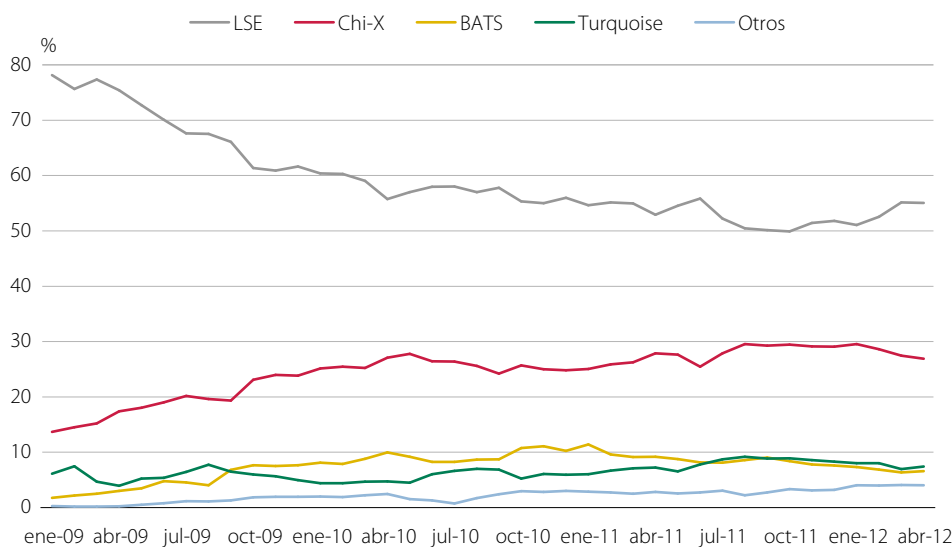
1 Lit indica que se trata de un mercado con pretransparencia y dark indica lo contrario.

La mayoría de las plataformas de negociación referidas en el cuadro 1 tiene un origen relativamente reciente, a pesar de lo cual algunas de ellas han logrado alcanzar una considerable cuota de mercado. En particular, así ha ocurrido con los dos MTF cuya fusión estudió la UKCC, Chi-X y BATS. En abril de 2012, el primero tenía una cuota de negociación superior al 25% entre los valores incluidos en los índices FTSE 100 y FTSE 250, esto es, entre los valores de renta variable más líquidos del mercado británico. Por su parte, BATS mantenía en la misma fecha una cuota próxima al 7%.

De este modo, Chi-X y BATS se han convertido en los principales competidores del mercado regulado histórico, la Bolsa de Londres (LSE), cuya cuota de negociación en los valores más líquidos del mercado británico pasó del 80% en enero de 2009 a un promedio del 52,3% en 2011. Hay que destacar que la LSE, para competir con estas plataformas, adquirió un MTF, Turquoise, operado inicialmente como entidad independiente. Como se aprecia en el gráfico 1, Turquoise es la tercera plataforma de negociación con mayor cuota en la negociación de renta variable, en concreto un 7,4% en abril de 2012.

Porcentajes de negociación en distintos mercados de títulos de FTSE 100 y FTSE 250. Negociación con y sin pretransparencia

GRÁFICO 1



Fuente: BATS.

2.2 La determinación del mercado relevante

En la normativa de defensa de la competencia, el concepto jurídico y económico de mercado relevante es clave para cualquier toma de decisiones. Este concepto se basa en determinar si los bienes o servicios que ofrecen distintas empresas son para el consumidor suficientemente sustitutivos entre sí. Si se cumple dicha condición, los datos sobre estos productos y las empresas proveedoras deben ser tomados en cuenta a la hora de analizar las posiciones de dominio y la capacidad de los clientes de protegerse de posibles reducciones en la competencia acudiendo a otras empresas.

Por ello, la UKCC procede a estudiar si los servicios ofrecidos por las plataformas de negociación con pretransparencia, esto es, con requisitos de transparencia referidos a las fases de la transacción anteriores a la negociación, compiten con otras formas de negociación, como los sistemas sin dicha transparencia o las operaciones realizadas fuera de un mercado. También analiza si la competencia de otras plataformas de negociación europeas está suficientemente implantada en el Reino Unido, de manera que sean sustitutivas cercanas. Su conclusión es que, a pesar de cierta capacidad de sustitución entre estos servicios y proveedores, esta no tiene la suficiente intensidad como para que la posible operación de fusión entre los MTF no deba ser supervisada por la autoridad de la competencia británica.

2.2.1 Distintas formas de negociación de valores

Tanto BATS como Chi-X son MTS que ofrecen negociación mediante libros de órdenes en el segmento con transparencia previa a la negociación (*lit market*), aunque sin celebrar subastas, como en el segmento sin dicha transparencia prenegociación (*dark market*). Sin embargo, estas dos formas de funcionamiento no son las únicas por la que los inversores y los intermediarios también tienen a su disposición otras formas de pueden intercambiar títulos financieros. En particular, también pueden utilizar sistemas no basados en libros de órdenes (*off-book market*), que la UKCC identifica a efectos prácticos con las operaciones OTC o las realizadas a través de internalizadores sistemáticos.

Para determinar la presión competitiva de las distintas formas de negociación sobre el mercado de plataformas de órdenes, el objeto de la investigación, la UKCC procede a recabar información de los clientes de los distintos sistemas potencialmente competidores.

Así, en cuanto a los sistemas sin transparencia prenegociación, de acuerdo con la información recogida por la UKCC, las principales ventajas para los inversores y sus intermediarios son que el comprador y el vendedor evitan pagar el margen del *bid-ask* del mercado, que se reduce el impacto de mercado ante grandes operaciones y que existe la posibilidad de retrasar la información posnegociación. Las desventajas señaladas son que la comisión a pagar al prestador del servicio suele ser más alta que en el caso del mercado con pretransparencia y que existe una incertidumbre sobre el plazo para la ejecución.

La conclusión de la UKCC es que la elección de un inversor o su intermediario entre una plataforma con transparencia prenegociación o una que no la tenga depende de la naturaleza del propio cliente y de la operación que pretenda hacer. Considera también que los límites entre ambos tipos de mercado son borrosos, más aún considerando el uso cada vez más amplio de los sistemas algorítmicos de redirección de órdenes (*smart order routes*). En todo caso, dado el volumen relativamente reducido de los sistemas de negociación sin pretransparencia, no considera que la presión competitiva que ejercen sobre las plataformas con pretransparencia sea suficiente como para tomarlos en cuenta en su decisión sobre la fusión.

En cuanto a las operaciones realizadas al margen de los mercados de órdenes (*off-book trading*) la UKCC se encuentra ante un problema de falta de evidencia sobre el volumen de este tipo de operativa e incluso sobre su propia naturaleza. A efectos

prácticos, considera que este tipo de operaciones se corresponde con las realizadas en el mercado OTC y las realizadas mediante internalización sistemática.

En cuanto a las razones de los usuarios para acudir a la operativa fuera de mercado, la UKCC las considera muy similares a las mencionadas para el caso de los mercados sin transparencia prenegociación, destacando además: (i) que cuando la operación que se desea hacer es de gran tamaño, permite aumentar la certidumbre de su ejecución; (ii) que se minimiza su impacto informativo sobre el mercado; y (iii) que en algunas situaciones puede ser más barato, ya que no se precisa el uso de una entidad de contrapartida central, al tratarse de un acuerdo bilateral.

La UKCC tampoco considera la operativa fuera de mercado lo suficientemente importante, en términos cuantitativos, para ser considerada como parte del mercado relevante en su informe.

2.2.2 La competencia europea

La UKCC analiza también la competencia que, sobre los MTF británicos que se pretenden fusionar, pueden ejercer otros mercados regulados y MTF del ámbito europeo. El organismo británico de la competencia señala que uno de los objetivos primordiales de la MiFID fue, en su momento, lograr una mayor integración de los mercados de valores europeos, fomentando la competencia entre distintos tipos de plataformas, entre ellas los MTF, a la vez que se armonizaban aspectos esenciales de la protección al inversor.

La UKCC encuentra que tanto BATS como Chi-X aplican sus comisiones de negociación de manera uniforme a todos los títulos negociados en estas plataformas, independientemente de su país de origen y aunque se hayan ofrecido rebajas temporales en las comisiones para valores emitidos en jurisdicciones, a modo de promoción. Señala, igualmente, que los clientes de estas plataformas operan también desde un punto de vista paneuropeo, que los mercados europeos operan plataformas en distintas jurisdicciones y que se espera que la competencia entre mercados se produzca cada vez más sobre una base europea, en vez de nacional.

Los MTF analizados en la operación de fusión han alcanzado una presencia relevante en las acciones de mayor capitalización a escala europea. En el cuadro 2 se puede observar que, en 2011, Chi-X era la plataforma con mayor penetración en la negociación de los *blue chips* incluidos en los principales índices europeos. Otros MTF británicos, como BATS o Turquoise, habían alcanzado también una penetración destacable, especialmente si se considera su relativamente corto periodo de funcionamiento. Cabe destacar que, entre los mercados nacionales, el mercado bursátil español era uno de los que contaba con menor presencia tanto de estos MTF como de otros operadores foráneos.

En todo caso, a la hora de tomar una decisión sobre la propuesta de fusión de Chi-X y BATS, la UKCC no toma en consideración la existencia de estos otros mercados europeos. Efectivamente, explica que para el cliente potencial británico, el objeto de su protección, los mercados europeos no constituyen un sustituto suficientemente cercano de los mercados localizados en el Reino Unido y por tanto debe proceder a realizar el informe sobre la autorización o no de la fusión.

Porcentaje de negociación¹ en mercados regulados y MTF de los principales índices europeos. Año 2011

CUADRO 2

%	Stoxx 50	FTSE 100	DAX	CAC 40	MIB	Swiss MI	AEX	Ibex 35
LSE	11,4	52,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Xetra	14,7	0,0	66,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
París (Euronext)	8,9	0,0	0,0	60,7	0,0	0,0	3,8	0,0
Milán (LSE)	7,2	0,0	0,0	0,0	80,3	0,0	0,0	0,0
SIX Swiss Exchange	9,2	0,0	0,0	0,0	0,0	66,0	0,0	0,0
Amsterdam (Euronext)	3,4	0,0	0,0	3,3	0,0	0,0	59,5	0,0
BME	8,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	97,9
Chi-X	20,8	28,3	21,7	21,9	11,3	19,4	23,8	1,7
BATS	6,4	9,2	5,7	5,4	4,9	7,4	6,0	0,1
Turquoise (LSE)	5,3	7,8	4,8	6,1	2,8	5,7	5,2	0,0
Resto	4,6	2,4	1,3	2,7	0,6	1,5	1,7	0,3

Fuente: BATS.

1 Considerando la negociación tanto en mercados con pretransparencia como en *dark markets*.

3 Precios y servicios de los sistemas de negociación

3.1 El precio de los servicios

Los mercados regulados y los MTF obtienen sus ingresos por el cobro de determinados servicios. La UKCC enumera los siguientes tipos de tarifas: comisiones por ejecución de transacciones en el mercado, comisiones específicas a determinados tipos de órdenes, cuotas fijas por acceso al mercado y tarifas por el acceso en tiempo real a los datos del mercado.

La principal fuente de ingresos ordinarios procede de las tarifas por operaciones realizadas en las plataformas con pretransparencia. En este caso, cabe señalar que se ha producido un cambio notable durante los últimos años, ya que si la forma tradicional era imponer dichas tarifas a las dos partes intervinientes en una operación, como sigue haciendo actualmente la LSE, los MTF han establecido estructuras tipo *maker/taker*. En estas estructuras, la tarifa se cobra únicamente al interviniente que realizó la operación de forma activa (*taker*) introduciendo una orden de mercado que toma liquidez del libro contra las órdenes limitadas, introducidas por la otra parte (*maker*) que ofrece liquidez. Esta última obtiene el pago de un reembolso o *rebate*, inferior al pago del tomador de liquidez, que compensa por su actividad como proveedor de liquidez. Esta nueva estructura de tarifas está motivada por el deseo de atraer liquidez por parte de los nuevos MTF, como se verá después en la sección quinta.

La UKCC destaca que, ante esta situación, la LSE reaccionó introduciendo una nueva estructura de tarifas que, sin llegar a introducir reembolsos, contempla una diferenciación en el precio según el volumen de servicios contratados por el

cliente. Así, para los clientes con gran actividad, los precios de la LSE se acercan a los precios de los MTF, mientras, para otros clientes menos activos, el mercado carga tasas superiores. Adicionalmente, la LSE mantiene esos precios porque opera en algunos segmentos del mercado en que no compite con los MTF, como las subastas de apertura y cierre del mercado, a los que incluso los clientes de los MTF acuden para cerrar posiciones, o en relación a un gran número de empresas cotizadas, unas 2.600 compañías, para las que las nuevas plataformas no ofrecen de momento libros de órdenes.

Los tres MTF analizados en el informe del regulador de la competencia (BATS, Chi-X y Turquoise) cargan comisiones que no dependen del volumen total de negociación del cliente y que se basan en el esquema *maker/taker*. En las declaraciones de los dos primeros a la UKCC se afirma que su principal competidor es la propia LSE y que sus estrategias no se establecen para competir entre sí, afirmación que el regulador no comparte.

Este mecanismo permite, por tanto, atraer a los clientes más activos a través de una estrategia de discriminación de precios. Como se ha indicado, la LSE reaccionó a esta estrategia estableciendo tarifas que permiten mejorar el atractivo de su plataforma para los inversores más activos en los valores que también pueden negociarse en los MTF.

Para analizar este cambio se ofrece información, en el informe de la UKCC, sobre las tarifas vigentes de la LSE y los tres MTF más activos en el Reino Unido. En el panel izquierdo del gráfico 2 se muestra el coste medio en puntos básicos de la compraventa mensual mediante operaciones en las que se haya tomado liquidez u operaciones de mercado, y en el derecho el coste (o ingreso) para las operaciones en que se haya ofrecido liquidez u operaciones limitadas. En ambos casos se puede observar la tarifa SVTS (*scaled by value trades scheme*) que es la ordinaria de la LSE tanto para operaciones que tomen liquidez como para aquellas que la ofrezcan, y cómo dicha tarifa media se va reduciendo a medida que aumenta la actividad.

La anterior tarifa para tomadores de liquidez solo sería competitiva respecto a los MTF a partir de volúmenes muy grandes de negociación mensual. Por ello, la LSE establece dos esquemas específicos para operadores que suelen tomar liquidez. Son los denominados *Liquidity Taker Scheme Packages 1 y 2*, que en el gráfico aparecen como LSE.LTSP 1 y LSE.LTSP 2. En ambos se establece un pago fijo mensual al que hay que añadir un pago variable muy competitivo si se le compara con los de los MTF. De hecho, para volúmenes de negociación mensual superiores a los 3.800 millones de euros, la tarifa LSE.LTSP 1 es más barata que la de los MTF para los tomadores de liquidez.

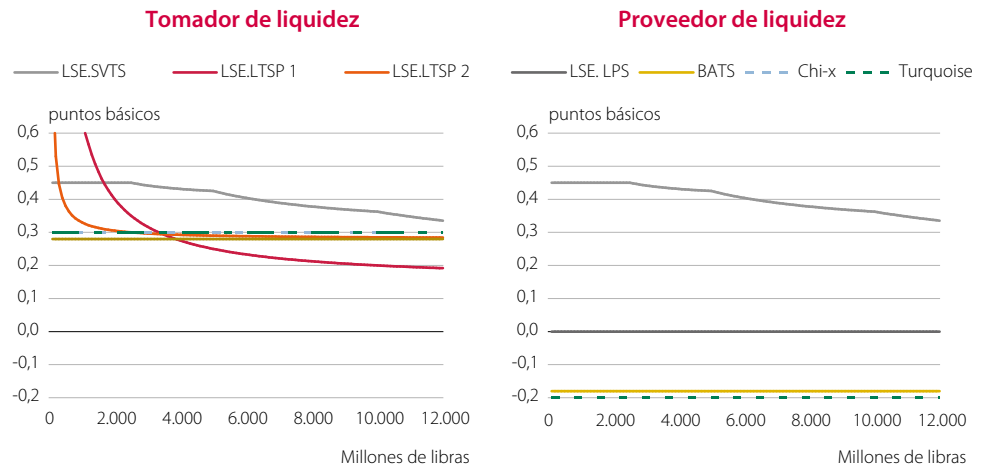
La LSE establece para las operaciones de provisión de liquidez una tarifa especial, la LPS (*liquidity provider scheme*), por la que no se cobra al cliente por estas operaciones, siempre que el 75% de todas las que realice por cuenta propia en acciones del FTSE 350 puedan ser consideradas de este tipo.

Los sistemas de los MTF son más sencillos, al ser su cobro y pago marginal independiente del volumen y definirse exclusivamente mediante el esquema *taker/maker*.

Así, los tres MTF con mayor actividad obtienen sus ingresos de los operadores que ejecutan órdenes que reducen la liquidez (*taker*) mientras que subvencionan a sus contrapartes (*maker*). En los tres casos, la diferencia entre el pago y el cobro es de 0,1 puntos básicos, que es el ingreso bruto para el MTF.

Comisiones medias por negociación mensual en función del volumen mensual. Puntos básicos respecto al volumen negociado

GRÁFICO 2



Fuente: UKCC.

LSE.SVTS: Tarifa ordinaria de la London Stock Exchange. LSE.LTSP 1: esquema 1 para el tomador de liquidez, en que se realiza un pago fijo de 50.000 libras y de 0,15 puntos básicos por el valor de las operaciones ejecutadas. LSE.LTSP 2: esquema 2 para el tomador de liquidez, en el que se realiza un pago fijo de 5.000 libras y de 0,28 puntos básicos por el valor de las operaciones ejecutadas. LSE.LPS: esquema para el proveedor de liquidez, en el que no se le cobra por las operaciones realizadas siempre que el valor de las operaciones por cuenta propia de provisión de liquidez supere el 75% del valor total de las operaciones realizadas.

En materia de cuotas fijas, la LSE cobra un canon fijo anual por ser miembro del mercado. El canon está establecido en 12.500 libras, aunque 2.500 se pueden aplicar a descuentos por el pago de otros servicios. En cambio, ninguno de los MTF analizados cobra un pago fijo por este concepto.

La UKCC señala que la competencia no solo ha inducido rebajas en los precios, sino también mejoras en los servicios prestados. Así, tanto BATS como Chi-X apostaron desde su inicio por un refuerzo tecnológico centrado en facilitar la ejecución de operaciones por parte de sus clientes y la prestación de una serie de servicios auxiliares. En especial, destaca el esfuerzo en mejorar la latencia o rapidez de los sistemas de negociación para aceptar, procesar y ejecutar las órdenes. También se mencionan servicios auxiliares novedosos como el reenvío de las órdenes no ejecutadas a otros mercados.

La LSE ha reaccionado también a esta presión competitiva mejorando su tecnología con la adquisición de sistemas que permiten reducir la latencia y ofrecer nuevos servicios. Además, este mercado regulado procedió a adquirir el 51% del capital del MTF Turquoise, para acceder a un mercado ya en funcionamiento con estas características y que proporcionaba servicio de cotización para acciones de todo el continente europeo.

3.2 Otros servicios y costes asociados a la negociación

La UKCC también detalla otros servicios y costes para el cliente asociados a la negociación de acciones que deben ser considerados para analizar este mercado, y que clasifica como costes de pre y posnegociación. Los costes previos a la negociación forman parte del propio negocio de los MTF analizados, ya que son los costes de iliquidez (el *spread* entre precios de compra y de venta) y de obtención de datos de mercado. Los costes posteriores a la negociación no forman parte de dicho negocio, ya que son los relativos a la compensación y la liquidación.

Como se explicará en la sección quinta, el principal interés que tienen los clientes de los servicios de las plataformas de negociación es lograr la mayor liquidez posible, pero las empresas gestoras de las mismas no pueden proveerla directamente, sino que lo tienen que hacer indirectamente atrayendo el mayor número de clientes posible. En todo caso, la UKCC destaca la importancia de este coste de iliquidez, al considerar que este *spread* o coste de ejecución es varias veces superior a lo que cobran los MTF por las operaciones ejecutadas.

Otro coste para los clientes que en este caso puede suponer un ingreso para los MTF es la venta de datos del mercado. En el Reino Unido, la LSE cobra a aquellos que acceden en tiempo real a los datos del mercado. De los MTF analizados, solo Chi-X cobra por este servicio, aunque únicamente por la redistribución de sus propios datos a terceros que no son clientes directos.

En cuanto a los servicios de compensación y liquidación, el informe recoge que los mismos han estado estructurados históricamente desde una perspectiva nacional. Los MTF que pretenden fusionarse expresan que su principal interés es lograr la completa interoperabilidad de los sistemas existentes en Europa. Así, Chi-X expresa que logrará la misma para todas las entidades de compensación excepto para el mercado español.

4 El comportamiento de los clientes de los MTF y los mercados regulados

Dentro del análisis sobre los efectos sobre la competencia de la fusión de los dos MTF mencionados, la UKCC dedica una parte importante a estudiar el comportamiento de los clientes, los inversores y los mediadores de los mismos, para analizar si tienen capacidad de reacción para protegerse ante prácticas anticompetitivas, especialmente a través del cambio en el proveedor de los servicios.

Aun sin dar datos explícitos por motivos de confidencialidad, la UKCC explica que los tres MTF que han alcanzado un porcentaje de la negociación en títulos británicos relevante –Chi-X, BATS y Turquoise– tienen una base común de clientes, que se cuentan entre los operadores más activos en los mercados y son muy importantes para cada una de estas plataformas de negociación. En ese sentido, la UKCC destaca que cualquiera de estos clientes podría cambiar con relativa facilidad de mercado si se produjeran prácticas anticompetitivas como un aumento de las tarifas, un descenso en la calidad de los servicios prestados u otros problemas que los hicieran menos atractivos.

Por el contrario, se indica que la LSE presenta una base mucho más diversificada de clientes, muchos de los cuales son únicamente clientes de este mercado regulado.

Además, los clientes relativamente grandes de estos mercados tienen un poder adicional al que tendrían en otro tipo de bienes y servicios, debido a la presencia de efectos de red (*network effects*). En efecto, el cese de operaciones de un operador relativamente importante puede hacer que la plataforma de negociación afectada resulte menos atractiva para otros clientes, de modo que la reducción de la demanda de servicios de negociación dirigida al mercado puede retroalimentarse.

En todo caso, la UKCC destaca que los clientes entrevistados no muestran una preocupación significativa por la fusión analizada y que algunos de ellos están a favor de la misma. Esto se debe a que consideran que la fusión asegurará la viabilidad financiera del MTF resultante y la existencia, al menos, de un duopolio, mientras que su principal temor radica en la posibilidad de que se restaure una situación monopolística como la previa a la MiFID.

A partir de las entrevistas y encuestas realizadas a los clientes de estos mercados, la UKCC efectúa una descripción de cómo los clientes eligen el mercado en el que van a realizar sus operaciones. La descripción se puede separar en dos partes: (i) cómo deciden con qué mercados estar conectados de manera que sea posible su uso y (ii), entre los mercados a los que están conectados, a cuáles envían sus órdenes de compra y venta, tal y como se detalla a continuación.

4.1 La decisión sobre a qué mercado enviar las órdenes

Cuando el cliente de estos mercados actúa como un intermediario, la MiFID le obliga a aplicar el principio de mejor ejecución, que se interpreta como que adopte todas las medidas razonables para obtener el mejor resultado posible para sus clientes, teniendo en cuenta el precio, los costes, la rapidez, la probabilidad de la ejecución y la liquidación, el volumen, la naturaleza o cualquier otra consideración pertinente para la ejecución de la orden.

En ese sentido, los principales intermediarios aplican algoritmos informáticos denominados *smart order routes* (SOR) cuando están conectados a más de un mercado en que se pueda ejecutar la orden de un cliente y, en general, también cuando operan por cuenta propia. Estos algoritmos proceden a ponderar entre distintos criterios como el precio del activo financiero, el coste de ejecución, la liquidez disponible y la latencia del mercado.

La UKCC recoge información sobre los SOR. Así, observa que los mayores bancos de inversión han desarrollado sus propios algoritmos y que los participantes más pequeños han procedido a comprarlos a partir de desarrollos elaborados por terceros, como Fidessa o Sungard.

Según lo anterior, la UKCC concluye que un endurecimiento de las condiciones para el cliente derivado de la fusión en alguno de los mercados llevaría, de forma casi automática, al desplazamiento de muchas de las operaciones a otras plataformas de negociación. Dado que eso reduciría la liquidez en dichas plataformas que hubieran

aumentado sus precios, este movimiento se retroalimentaría. Esto impone una restricción adicional a la capacidad de estas plataformas para aprovecharse de la reducción de la competencia.

4.2 La decisión sobre a qué mercados conectarse

La plena conexión de un intermediario o un inversor a una de estas plataformas o mercados es una decisión costosa. Esto no se debe al coste tradicional fijo por ser miembro de un mercado regulado, como la LSE, ya que los MTF no imponen dicho canon. El coste principal a tomar en cuenta en la conexión se deriva de la necesidad de desarrollar o adaptar las aplicaciones informáticas, en particular las plataformas de negociación y los SOR, para establecer la conexión con dichos mercados. Algunos usuarios entrevistados por la UKCC lo estiman entre 200.000 y 500.000 dólares. Una forma de reducir estos costes de acceso para los intervinientes relativamente pequeños es adquirir el *software* necesario a empresas especializadas. Así, la UKCC menciona que es posible que cien brokers fueran clientes de la sociedad Fidessa usando su tecnología SOR.

Dada la importancia de dicho coste y su naturaleza de coste hundido, los posibles clientes solo se conectan a una nueva plataforma si esta demuestra una suficiente liquidez, que en parte se basará en su capacidad para atraer a suficientes clientes. Por ello, puede considerarse que la atracción de clientes genera efectos de red: cada nuevo cliente provoca una externalidad positiva para los participantes que, a la vez atrae a nuevos clientes, como se describirá en el siguiente apartado.

5 La entrada en el mercado de MTF

Especialmente relevante para los reguladores del mercado es el análisis que hace la UKCC sobre los costes de entrada en el mercado de plataformas de negociación, ya que facilitar la competencia en este mercado, y con ello la reducción del precio de los servicios de negociación de valores a los inversores, fue uno de los principales objetivos de la MiFID.

La UKCC destaca cómo la MiFID supuso un cambio sustancial respecto a la posibilidad de competencia entre plataformas de negociación. Así, afirma que redujo la ventaja de los mercados regulados ya establecidos e incentivó un mercado competitivo en estos servicios al anular la antigua regla de concentración de la negociación establecida en la Directiva de Servicios de Inversión (93/22/CEE). Así, desde la entrada en vigor de la MiFID, ha habido un rápido crecimiento en el número de plataformas de negociación del mercado secundario.

La UKCC destaca que la MiFID está actualmente en revisión, pero que, a su entender, los cambios previsibles serán relativamente pequeños en el ámbito de los mercados al contado de acciones. Se prevé que los cambios se concentren en las plataformas de negociación de derivados y en los servicios auxiliares, como los relacionados con la difusión de datos. En todo caso, la UKCC considera que los cambios previstos favorecerán la competencia de los MTF actuales y la entrada de más competidores.

En los apéndices que acompañan a su informe, la UKCC procede a describir tanto las barreras para la entrada como el proceso de decisión sobre la creación de un nuevo MTF. A continuación se resumen sus principales conclusiones.

5.1 Barreras potenciales a la entrada y la expansión

Según la MiFID, un operador de un MTF debe obtener la aprobación para su actividad por parte de la autoridad nacional competente. En el caso británico, dicha autoridad es la Financial Services Authority (FSA), que cobra una tasa de 25.000 libras por un proceso de supervisión que dura aproximadamente seis meses.

Se establecen unos requisitos de capital regulatorio para las empresas que operan los MTF, para favorecer su solvencia financiera. En todo caso, dado que los MTF no tienen que tomar posición en los activos que se negocian en sus plataformas, ya que simplemente transmiten los cases a la cámara de contrapartida central, estos requisitos son relativamente bajos y están determinados por los costes operativos y el capital corriente necesario para realizar sus funciones correctamente, incluso en el caso de que los ingresos operativos por prestación de servicios sean mucho más bajos que los previstos. Dentro de los costes operativos ordinarios antes mencionados, se recogen los costes de cumplimiento de la normativa y la colaboración con el supervisor, que se considera que será creciente respecto a la importancia en términos de negociación del mercado.

Según los MTF entrevistados por la UKCC, la entrada en este mercado habría requerido de una inversión inicial de entre ocho y diez millones de libras y el nuevo competidor debería esperar que se produzcan los primeros beneficios operativos después de dos o tres años. De estos costes, el destinado a la adquisición de activos tangibles es relativamente bajo, así que la mayor parte de los gastos en los que se incurre tienen la naturaleza de costes hundidos, lo que puede considerarse como una dificultad para la atracción de competidores. Así, el principal coste inicial para la entrada en este mercado es el diseño del mecanismo de case de ordenes, incluyendo el *software* y *hardware* relacionado con las conexiones. Para realizarlo, un posible competidor en este mercado de MTF puede desarrollar su propio mecanismo de case o hacerlo a través de proveedores especializados.

Una empresa que deseara crear un nuevo MTF debería diseñar y construir una infraestructura adecuada para operar la plataforma de negociación, añadiendo los servicios auxiliares necesarios, como la información al mercado, los informes exigidos por la normativa, la facturación a los clientes y otros. Actualmente, este sistema podría desarrollarse de forma más económica y con menos incertidumbres que en los primeros años de vigencia de la MiFID, aprovechando la experiencia existente y mediante su adquisición a proveedores con experiencia.

5.2 Economías de escala y efectos de red

El principal problema al que se enfrenta una empresa que decide competir en el mercado de los MTF es la presencia de fuertes economías de escala y efectos de red en este mercado. La estructura de fuertes costes hundidos provoca que haya fuertes

descensos en los costes medios a medida que aumenta el volumen negociado en el mercado. Esto se debe a que la mayor parte de los costes (tecnología y personal) no se incrementan a medida que aumenta el volumen negociado en este mercado. De hecho, la UKCC considera que precisamente estas economías de escala se muestran en las importantes sinergias esperadas de la fusión BATS y Chi-X. Así, esperan que el coste conjunto se reduzca entre un 26% y un 50% respecto a las dos compañías por separado. La mayor parte de estos ahorros se producirá en los costes de personal.

Los efectos de red en el mercado de MTF quizás sean todavía más determinantes a la hora de desincentivar la entrada. Así, la propia naturaleza del servicio prestado, unir oferentes y demandantes de acciones, provoca que cuanto mayor sea el número de clientes más atractivo sea el servicio prestado por el MTF para un nivel dado de condiciones técnicas y de tarifas cobradas por la plataforma de negociación. Esto provoca la posible existencia de retroalimentación positiva (entrada) o negativa (salida) en la atracción de clientes a un MTF.

En ese sentido, la UKCC pregunta a varios clientes sobre la masa crítica de negociación que debería producirse en un MTF para considerar la posibilidad de conectarse a él, teniendo en cuenta los costes fijos antes mencionados de dicha conexión y el hecho de que los intermediarios financieros se encuentran obligados, por el principio de mejor ejecución, a considerar la conexión a aquellos mercados que, por su volumen, puedan ser útiles para cumplir con ese requisito normativo. Entre los clientes consultados, uno de ellos considera que un porcentaje de la negociación en el mercado británico de entre el 4% y el 6% sería suficiente para que los intermediarios financieros consideraran seriamente la posibilidad de conexión a un MTF. En la fecha del informe, únicamente tres MTF (BATS, Chi-X y Turquoise) habían superado ese umbral en el mercado británico.

Las estrategias seguidas por los nuevos MTF para atraer actividad y superar los efectos de red se clasifican en dos tipos: la participación de los proveedores de liquidez en los beneficios económicos de las plataformas y el esquema de tarifas *maker/taker*.

Los nuevos MTF surgieron en parte impulsados por mediadores, intermediarios o consorcios de los mismos. Este es el caso de los tres MTF mencionados anteriormente, los de mayor crecimiento en el mercado británico. Pero el estímulo derivado de la participación en los beneficios de la plataforma tiene sus límites, ya que los mediadores o *brokers* que actúan por cuenta de un cliente, debido al principio de mejor ejecución, no pueden derivar indiscriminadamente operaciones a aquellos MTF en los que tengan un interés propio por su participación accionarial.

Por otro lado, algunos de los testimonios recogidos por la UKCC indican que el motivo por el cual los mediadores e intermediarios apoyaron la creación de los nuevos MTF no fue únicamente la participación en los beneficios generados por la prestación de sus servicios. En particular, en el caso de Turquoise, se menciona expresamente que un objetivo del apoyo de los intermediarios fue presionar a la LSE para que bajara sus tarifas.

De forma adicional, los MTF buscaron un diseño de sus tarifas que lograra atraer a los proveedores de liquidez que desempeñan un papel clave para potenciar los efectos positivos de red, como se ha comentado. Mediante el sistema *maker/taker*, quie-

nes proveen de liquidez introduciendo órdenes limitadas que sean posteriormente ejecutadas, reciben un pago de la plataforma de negociación en vez de tener que pagar por estos servicios. De hecho, el informe afirma que algunos clientes de BATS reciben en términos netos pagos de este MTF por las operaciones que realizan.

5.3 Promotores y estrategias

La UKCC procede a realizar un análisis de los MTF y otras plataformas que gestionan sistemas de órdenes que se han creado en el Reino Unido, quién los potenció y cuál es su estrategia.

De los casos estudiados, los tres MTF que han conseguido una mayor cuota en el mercado del Reino Unido (Chi-X, BATS y Turquoise) tuvieron como socios fundadores a bancos de inversión u otras grandes entidades financieras que son usuarios habituales de las plataformas de negociación. Al contrario de lo que se podría esperar, los otros casos analizados y relativamente menos exitosos (Baikal, Nasdaq OMX Europe, NYSE Arca Europe-Neuro y Quote MTF) fueron fundados por gestores de mercados.

En sus respuestas a la UKCC, la plataforma Nasdaq OMX Europe-Neuro, que dejó de operar en julio de 2010, hace una interpretación coherente con lo mencionado en el anterior párrafo. Así, afirma que Chi-X y BATS se beneficiaron significativamente de tener como socios empresas participantes en sus plataformas, así como por el flujo de negociación resultante de ello.

Aunque la UKCC no hace una valoración sobre este aspecto, aparentemente la probabilidad de éxito de estos MTF tiene relación con su introducción temprana. Esto podría estar relacionado con los efectos de red antes mencionados o con la aparición de la crisis financiera. Así por ejemplo, Chi-X comenzó sus actividades en marzo de 2007, BATS en octubre de 2008 y Turquoise en agosto de 2008.

Por otro lado y dado el apalancamiento operativo que generan las mencionadas economías de escala antes mencionadas, es importante destacar la necesidad de estos MTF de convertirse en mercados para las acciones más líquidas de ámbito europeo. Como se pone de manifiesto en el cuadro 2, los MTF abarcan un área de negocio dispersa geográficamente, mientras que los mercados regulados mantienen concentrado su negocio en su país de origen.

6 Algunas conclusiones relevantes para la regulación de los mercados de valores

El informe realizado por la UKCC subraya el éxito de la MiFID en la promoción de la competencia dentro del mercado de plataformas de negociación del Reino Unido. Así, de acuerdo con el regulador británico de la competencia, esta Directiva cambió el panorama anterior en que un monopolio regulado, habitualmente de carácter nacional y mutualista, concentraba toda la negociación en el mercado al contado de acciones.

La liberalización ha tenido consecuencias para los clientes directos de los sistemas de negociación y, con ello, para los inversores que usan sus servicios. Así, la presión competitiva se ha reflejado en un descenso de las comisiones pagadas tanto en las nuevas plataformas como en las existentes previamente, pero también en la mejora continua de las tecnologías empleadas.

Aunque no es objeto de análisis detallado por parte de la UKCC, ya que no forma parte de su competencia geográfica, esta agencia destaca que la vocación paneuropea de los nuevos MTF está acelerando la construcción de un mercado europeo integrado para las acciones. El elevado apalancamiento operativo de estas plataformas, derivado de los costes hundidos y fijos en los que incurren, suscitan la necesidad de aumentar el volumen negociado, estimulando su crecimiento en el ámbito europeo y no solo en el británico.

También hay que considerar que los MTF no prestan todos los servicios que son necesarios en el ámbito de la negociación y, por ello, no pueden considerarse, desde la óptica del regulador del mercado de valores, como un sustituto de los actuales mercados regulados. Así, en primer lugar estas plataformas de negociación se centran en dar servicio para la compraventa de las acciones más líquidas, pero no prestan servicios de negociación para las acciones emitidas por otras empresas de un menor tamaño, a diferencia de los mercados regulados. En segundo lugar, hay funciones necesarias para una correcta formación de los precios y el funcionamiento ordenado del mercado que solo siguen realizándose en el ámbito de los mercados regulados, como las subastas de apertura, el cierre de la sesión y la volatilidad o algunos procedimientos vinculados al mercado primario.

Por último, la aparición de múltiples MTF competidores en el Reino Unido no es fácilmente extrapolable a otros Estados Miembros de la Unión Europea. En primer lugar, el mercado de valores del Reino Unido ha sido tradicionalmente el de mayor tamaño y más sofisticado de la Unión Europea, lo que facilita la aparición de competidores en el mismo. En segundo lugar, incluso en las mejores condiciones antes mencionadas, el tamaño del mercado puede no ser suficiente para tener un gran número de competidores, como se desprende de los comentarios de algunos de los clientes entrevistados, cuyo principal argumento favorable a la fusión entre Chi-X y BATS es que la misma asegurará la existencia de al menos un duopolio.

III Novedades regulatorias

Principios normativos impulsados por IOSCO sobre las instituciones de inversión colectiva

Verónica Grandón Labbé (*)

(*) Verónica Grandón Labbé pertenece al Departamento de Supervisión de IIC y ECR de la CNMV.

1 Introducción

IOSCO (International Organization of Securities Commissions/ Organización Internacional de Comisiones de Valores) es el organismo multilateral de referencia en materia de desarrollo e implementación de principios y estándares de regulación y supervisión en los mercados de valores. Entre sus miembros se encuentran los organismos reguladores del mercado de valores de numerosos países, incluyendo la CNMV.

De acuerdo con los objetivos asumidos en sus estatutos, IOSCO efectúa recomendaciones dirigidas tanto al desarrollo de la normativa en las distintas jurisdicciones como al establecimiento de principios de buenas prácticas. Para llevar a cabo esta labor, dentro de IOSCO existen una serie de grupos permanentes especializados en distintas áreas (Standing Committees). En particular, en este artículo se hace referencia a las últimas propuestas desarrolladas por el Standing Committee 5 (en adelante, SC 5), que está dedicado a las instituciones de inversión colectiva (IIC). En la mayoría de los casos, las propuestas recientes de los comités de IOSCO han estado motivadas por problemas o cuestiones surgidas a raíz de la actual crisis financiera.

Así, por un lado, se hará referencia al documento aprobado en enero de 2012, *Principios sobre suspensión de reembolsos en instituciones de inversión colectiva*, en el que se establecen los principios básicos a tener en cuenta por las gestoras de IIC en términos de liquidez a fin de evitar una situación de suspensión de reembolsos, y, en caso de que no fuera posible evitarla, para asegurar que el proceso de suspensión se realice de una forma ordenada y justa para los partícipes.

Por otro lado, se presentan los principales puntos contenidos en otros cuatro documentos que IOSCO ha sometido a consulta durante 2012. En el primero de ellos, *Principios para la valoración de las instituciones de inversión colectiva*, puesto a consulta en febrero, se establecen los criterios para efectuar una correcta valoración de los activos en la cartera de la IIC. El segundo documento, *Principios para la regulación de los fondos cotizados (exchange traded funds, ETF)*, puesto en consulta en el mes de marzo, recoge una serie de recomendaciones para que los inversores en ETF estén claramente informados sobre sus características. Un mes más tarde, IOSCO publicó *Principios de gestión del riesgo de liquidez en las instituciones de inversión colectiva*, con recomendaciones para evitar las consecuencias que generaría una situación de iliquidez en las IIC. Por último, también en abril de este año, IOSCO emitió un documento sobre *Análisis del riesgo sistémico en los fondos monetarios y opciones de reforma*, en el que se proponen distintas medidas para reforzar la solidez y la seguridad de estos productos con el fin de evitar efectos en otros mercados de valores.

El resto del artículo se organiza como sigue. En la sección segunda se resumen los puntos clave del documento aprobado en enero en relación a la suspensión de

reembolsos, mientras que en la sección tercera se hace lo correspondiente para los cuatro documentos que están en fase de consulta. El documento se cierra con un apartado de resumen y conclusiones, con referencia a la implementación en España de las medidas propuestas por IOSCO, en gran parte ya materializada en nuestra regulación.

2 Principios sobre suspensión de reembolsos en IIC¹

En el actual entorno de crisis, algunas IIC de carácter abierto se han tenido que enfrentar, en distintos países, a problemas para cumplir con su obligación de atender los reembolsos de forma periódica. En numerosos casos, los gestores han visto cómo el cierre de los mercados, la imposibilidad de hacer líquidas las inversiones en cartera de las IIC, las dificultades para valorar los activos o la existencia de solicitudes significativas de reembolso les conducían a suspender los reembolsos. Partiendo de esa situación, IOSCO creó un grupo de trabajo con la finalidad de aunar y estudiar los distintos criterios que sobre suspensión de reembolsos se encuentran en las diferentes normativas. Los problemas de la suspensión de reembolsos están muy relacionados con el proceso de gestión de la liquidez, sobre el cual IOSCO está desarrollando unos principios que actualmente se encuentran en fase de consulta y a los cuales se alude más adelante en este artículo. Debido a esa interrelación, para elaborar los principios sobre suspensión de reembolsos se han considerado los distintos criterios sobre liquidez exigible e información a difundir a los inversores.

Los principios desarrollados por IOSCO en relación con la suspensión de reembolsos en IIC abiertas tienen en cuenta el hecho de que la entidad responsable² debe gestionar la liquidez de la IIC con la finalidad de intentar evitar en lo posible llegar a una situación de suspensión de reembolsos. El reembolso en las IIC abiertas es un derecho básico de los inversores y su suspensión supone un riesgo para el pequeño inversor, que mina la confianza y la reputación de la IIC. En este sentido, la suspensión de reembolsos puede incluso llegar, dependiendo del tamaño de la IIC, a tener efectos relevantes sobre el funcionamiento de los mercados.

Los principios que ha desarrollado IOSCO sirven tanto si las IIC están dirigidas a pequeños inversores como si se orientan a inversores institucionales, y deben cumplirse en cualquier caso, independientemente de que la IIC sea autogestionada o la administre una tercera entidad.

Los principios se distribuyen en seis apartados, en función del momento de la vida de la IIC. El primer apartado se dedica a la gestión del riesgo de liquidez, y para ello la sociedad gestora debería establecer, implementar y mantener un proceso y política de gestión de la liquidez adecuado.

1 *Principles on suspensions of redemptions in collective investment schemes- Final report*, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD367.pdf>.

2 En el caso de España, se refiere a la sociedad gestora, a menos que sean sociedades autogestionadas. En el documento y en adelante se hará referencia a las sociedades gestoras.

La sociedad gestora debe asegurar un nivel de liquidez en la IIC que permita atender a las solicitudes de reembolso en particular y a sus obligaciones en general. Además, la frecuencia de los reembolsos debería ir en consonancia con la liquidez de la cartera de la IIC.

En algunas jurisdicciones están tipificados los activos que se pueden incluir dentro del concepto de liquidez y se establece un porcentaje mínimo a mantener en función del patrimonio de la IIC. Otra herramienta que se menciona en el documento de IOSCO es la posibilidad de endeudamiento para atender a los reembolsos, aunque esta herramienta debería considerarse como algo extraordinario, ya que no resulta la más apropiada para gestionar el riesgo de liquidez.

Adicionalmente, la sociedad gestora debería tener en cuenta, antes y durante la inversión, el nivel de liquidez de los activos e instrumentos en los que invierte, su efecto sobre la liquidez global de la IIC, y su coherencia con el esquema de liquidez general de la IIC.

En el segundo apartado se hace referencia a la necesidad de informar a todos los potenciales partícipes de la IIC y de forma previa a la inversión (en los folletos o documentos de constitución de la IIC), sobre la posibilidad de que los reembolsos se puedan suspender en circunstancias excepcionales para que los partícipes sean conscientes de ese riesgo.

En el tercer apartado se hace referencia a que la suspensión de los reembolsos puede estar justificada únicamente si se realiza en circunstancias excepcionales cuando la normativa lo permita y se considere que es lo mejor para el interés de los partícipes, o bien si se requiere directamente por la normativa o los reguladores. En el primer caso, algunas de las causas excepcionales que podrían generar una suspensión de reembolsos son el cierre de los mercados (si ello supone que una parte importante de la cartera de la IIC no se pueda valorar, o que debido a ese cierre no se pueda hacer frente a las solicitudes de reembolso), problemas de liquidez impredecibles o problemas operativos o técnicos, catástrofes o desastres naturales, etc. En el documento también se señala que en el caso de que la suspensión se derive de una mala gestión, la autoridad competente debería tomar las medidas necesarias en contra de las personas responsables que hubiesen violado las normas.

En cualquier caso, la suspensión de los reembolsos debe estar limitada a casos extremos y en su ejecución se debe tratar de forma igualitaria a todos los partícipes de la IIC.

Según el cuarto apartado, la sociedad gestora debería tener la capacidad operativa para que la suspensión se realice de manera ordenada y eficiente. Para ello, debe contar con procesos y procedimientos de actuación, de modo que pueda actuar rápidamente en caso de una suspensión de reembolsos. Esos planes de emergencia deberían incluir las comunicaciones e interacciones que se tendrían con terceras personas ante esa eventualidad, como, por ejemplo, reguladores, depositarios o intermediarios, e incluir un plan de comunicación a los inversores. La sociedad gestora también debería estar preparada para las quejas que se reciban de los inversores y otras partes que pudiesen intervenir después de la suspensión.

Cuando se esté considerando la decisión de suspender los reembolsos, la sociedad gestora debe analizar la situación, una vez que se hayan descartado todas las otras posibilidades y siempre teniendo en cuenta que debe velar por la equidad entre los partícipes, evitando los conflictos de interés.

En el quinto apartado se señala que durante el proceso de suspensión de reembolsos, la sociedad gestora no debería admitir nuevas suscripciones. Ahora bien, podrían existir situaciones excepcionales como que se pudiese calcular el valor liquidativo de las participaciones de la IIC de forma fiable y objetiva. No obstante, en estos casos, se debería informar al potencial inversor de la suspensión de reembolsos antes de realizar su solicitud de suscripción, y debería permitírsele cancelar la orden antes de su ejecución.

En todo el periodo de suspensión, la gestora debería mantener informada a la autoridad competente y a los partícipes, y se debería reanudar la operativa normal en cuanto se pudiera, informando de este hecho a la autoridad y los partícipes cuanto antes.

En el último apartado, el documento de IOSCO ofrece algunos ejemplos de medidas alternativas para tratar el problema de la iliquidez, medidas que existen en algunos países y que pueden evitar la suspensión total o permitir que al menos sea parcial. Entre ellas se encuentra el establecimiento de restricciones al importe que se atiende en cada ventana de liquidez y que pueden consistir, por ejemplo, en un porcentaje máximo del patrimonio total a reembolsar (*gates*). Si las solicitudes de reembolso superan el límite establecido, cada una de ellas se atiende parcialmente. Las solicitudes restantes o bien se deniegan o se consideran en la siguiente ventana de liquidez. Otra medida sería establecer los denominados *side pockets*, que son compartimentos constituidos dentro de la misma IIC u otra IIC que se crea al efecto y a los que se transfieren los activos ilíquidos, de modo que el reembolso se realiza sobre la parte líquida de la IIC, mientras que la parte restante se reembolsa a medida que se va liquidando la parte ilíquida de la cartera. Otra posible opción sugerida es la de aplicar descuentos a los reembolsos solicitados en situaciones extremas del mercado o en caso de solicitudes de reembolsos significativas. Estos descuentos, que deberían aplicarse a todos los reembolsos solicitados el mismo día, garantizan una cierta liquidez al tiempo que, debido a su potencial efecto disuasorio, benefician a los partícipes que deciden mantener su inversión en la IIC.

3 Documentos en fase de consulta

A lo largo de 2012, IOSCO ha puesto a consulta cuatro documentos relacionados con instituciones de inversión colectiva (además del ya aprobado y comentado antes). A excepción del documento relacionado con *exchange traded funds* (ETF), la justificación de los restantes ha estado motivada por cuestiones derivadas de la crisis financiera, al igual que el documento ya comentado sobre suspensión de los reembolsos en IIC.

3.1 Principios para la valoración de las IIC³

En el caso de las IIC abiertas, es fundamental una correcta valoración de sus activos, considerando que están sujetas a suscripciones y reembolsos periódicos. Si esas suscripciones y reembolsos se hicieran a un valor liquidativo que incorporase valoraciones erróneas, los partícipes entrantes/salientes o que permanecen en la IIC se verían perjudicados. Por ejemplo, si el valor liquidativo estuviese sobrevalorado, la realización de un reembolso a ese precio derivaría en que los partícipes salientes se llevarían parte del patrimonio que en realidad pertenece a los partícipes que permanecen en la IIC. Un reembolso a un valor liquidativo infravalorado llevaría a que los partícipes salientes reembolsaran una cantidad inferior a la que les pertenece.

Una correcta valoración de los activos de la IIC, y por ende del patrimonio, también tiene relevancia a la hora de calcular las comisiones que se han de pagar (en la medida que esos valores sirven de referencia para el cálculo de las comisiones) y para emitir juicios sobre la evolución de la entidad (ya que la valoración determina la rentabilidad del vehículo).

Aunque IOSCO ya había dictado en el pasado algunos principios y guías de valoración para las IIC en general y las carteras de *hedge funds* en particular, los cambios producidos en los mercados y la ampliación del abanico de instrumentos en los que pueden invertir las IIC han hecho que sea necesaria una actualización y revisión de los principios de valoración. Siguiendo esa idea, se puso a consulta un documento que recoge un borrador con los principios iniciales que se han elaborado. Esos principios se conciben como una guía práctica a tener en cuenta por reguladores y profesionales que participan en los mercados de valores.

En concreto, los principios parten del hecho de que la sociedad gestora de la IIC debería recoger de forma detallada y documentada los procedimientos y políticas que han de guiar la valoración de los activos en cartera o utilizados por la IIC. Esas políticas y procedimientos deberían identificar las metodologías a utilizar en la valoración de cada activo. Siempre que sea posible, los activos deben valorarse a los precios a los que se están cruzando las operaciones en el mercado, aunque algunas veces haya que buscar alternativas, como, por ejemplo, cuando el valor tiene una baja frecuencia de contratación o cuando se negocia en mercados ilíquidos. Por ello, es necesario que la entidad cuente con sistemas específicos de valoración y con personal con un nivel adecuado de conocimientos, experiencia y formación. En estos casos, el gestor debe vigilar la liquidez de los mercados, teniendo en cuenta que cuanto más ilíquido sea un mercado más sólido debe ser el proceso de valoración.

Los procedimientos y políticas de valoración deberían tener en cuenta los conflictos de interés que se pudiesen generar. Un conflicto de interés que se señala en el documento de IOSCO es el que puede surgir con activos ilíquidos o complejos, de difícil valoración, y en los que la gestora es la fuente más fiable o la única para llevar a cabo una determinada valoración. En este caso, si, por ejemplo, existen comisiones que se

3 *Principles for the valuation of collective investment schemes - Consultation report*, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD370.pdf>.

cobran teniendo como base el valor de los activos, el gestor podría tener un incentivo para sobrevalorarlos.

Para tratar el problema de los conflictos de interés, se proponen algunas alternativas, como que el departamento de gestión del riesgo de la gestora pueda revisar la valoración realizada por el gestor, de modo que la funciones de gestión de la cartera y de valoración estén separadas y sean independientes; que, cuando sea posible, el depositario revise el procedimiento de valoración y la forma en la que se implementa; o que se soliciten valoraciones de expertos independientes, entre otras.

Las políticas y procedimientos que se establezcan deben dejar claro que los activos se deben valorar de acuerdo a los mismos y, en cualquier caso, deberían ser consistentes cuando se valoran activos similares y entre las distintas IIC de la misma gestora. No obstante, pueden existir casos en los que la metodología general aplicada no sea la más apropiada para un determinado activo y se tengan que utilizar otras metodologías, como por ejemplo cuando se trata de fondos de inversión alternativa. Los procedimientos y políticas deberían incluir estas circunstancias excepcionales y hacer referencia a la forma de actuar en estos casos, incluyendo que se debe documentar la razón por la que se ha rechazado la valoración y que dichas valoraciones deberían ser revisadas por una tercera parte independiente.

Los procedimientos y políticas deberían incluir formas de prevenir y detectar errores de valoración. En el caso de que los errores de valoración supusieran un daño material a los partícipes de IIC, esos errores deberían tratarse inmediatamente y debería indemnizarse a los partícipes por el daño provocado.

La sociedad gestora de la IIC debería realizar revisiones periódicas de los procedimientos y políticas de valoración, para asegurarse de que continúan siendo apropiados y de que se están implementando de manera eficaz, y además el proceso de valoración debería revisarlo una tercera parte al menos anualmente.

A su vez, la sociedad gestora de la IIC debería realizar una *due dilligence* inicial y luego, de forma periódica, sobre las terceras partes que se hubiesen designado para llevar a cabo las valoraciones, de manera que la sociedad gestora verificara que el proveedor de servicios cuenta con los medios técnicos y humanos necesarios para realizar la labor encomendada. Se debe tener en cuenta que la entidad es la responsable de la supervisión del proveedor en relación a los servicios que se les haya solicitado y, en cualquier caso, sigue siendo la responsable de la valoración de los activos.

Los acuerdos que haya realizado la sociedad gestora con terceras personas para valorar los activos deben darse a conocer a los inversores de una forma adecuada, ya sea en el folleto, en la información pública periódica o en otro medio alternativo que permita la transparencia del hecho. Se trata de dar transparencia a cuestiones generales sobre el método a utilizar para valorar determinados activos, la frecuencia con la que se van a valorar y que, además, dicha información se actualice cada vez que se produzca una modificación.

Entre los principios también se incluye la referencia a que las suscripciones y reembolsos de participaciones en IIC deberían realizarse a un valor liquidativo descono-

cido, con la finalidad de que no afecten al valor de la IIC. Un trato equitativo entre los partícipes de IIC supone que en una orden de suscripción o reembolso se aplique un valor liquidativo desconocido en el momento en que se realice la orden, porque se calcula con posterioridad al momento de realizarla.

También se propone que la cartera de las IIC se valore en los días en lo que la IIC permita la realización de operaciones de suscripciones o reembolsos, ya que, de no ser así, podría ocurrir que el partícipe compre o venda a un precio mayor o menor al real.

Finalmente, se recomienda que el valor liquidativo se dé a conocer sin que ello suponga un sobre coste para el inversor, lo cual se podría hacer mediante difusión en publicaciones financieras o páginas web (incluida la de la gestora).

3.2 Principios para la regulación de los fondos cotizados⁴

El importante crecimiento de los fondos cotizados (ETF) ha suscitado la preocupación de los reguladores por el impacto que pueda causar este producto sobre los mercados y los inversores. Por ello, se ha elaborado un documento que recoge una serie de principios que pretenden abarcar los temas regulatorios claves de los ETF, y que están relacionados con la protección de los inversores, el correcto funcionamiento de los mercados y la estabilidad financiera. Tales principios abarcan solo a los ETF que revisten forma de IIC, dejando fuera a otros productos similares, como los *exchange traded products* (ETP). En la elaboración de los principios también se tienen en cuenta otros riesgos potenciales que pueden surgir a partir de los ETF de cara a la propia estabilidad financiera, a la transmisión de *shocks* a otros mercados o a efectos sobre la integridad de los mercados. Los principios se agrupan en tres bloques: i) difusión de información y clasificación de ETF, ii) comercialización y venta y iii) estructura de los ETF.

En el primer bloque (difusión de información y clasificación) se hace hincapié en cuestiones encaminadas a que en la información que se dé al inversor se dejen claras las características del producto, de modo que el inversor pueda ser capaz de diferenciarlo claramente de los ETP y de las IIC tradicionales, estableciendo sus diferencias y semejanzas.

Además, en esa información debe quedar clara la distinción entre ETF basados en índices de aquellos que no lo están y la posibilidad de reembolsos directos por parte de los inversores minoristas que acuden al mercado secundario, en caso de que esta posibilidad se permita. Por norma general, los reembolsos directos a los ETF solo se pueden realizar a través de creadores de mercado (*authorized participants*, AP), en grandes bloques (*creation units*), y son esos creadores los que a su vez negocian las participaciones o acciones de los ETF en los mercados secundarios. Ahora bien, podrían existir casos específicos en los que a los inversores minoristas se les permita el reembolso directo con cargo al patrimonio del fondo. Esos casos deberían estar espe-

4 *Principles for the regulation of exchange traded funds- Consultation report*, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD376.pdf>.

cificados en la información que se ofrece al partícipe (por ejemplo, cuando el creador de mercado no pudiese o no quisiese ofrecer contrapartida en el mercado secundario).

El documento de IOSCO también enfatiza el hecho de que la información que se debe dar a los inversores sobre las estrategias y técnicas utilizadas por los ETF debe ser comprensible para el inversor, y debe incluir los riesgos asociados a las mismas, de forma que el inversor sea consciente de esos riesgos. Así, en su caso, se debería dar información sobre las inversiones que se tengan en derivados, sobre los acuerdos de préstamos de valores o, en el caso de utilizar derivados OTC, sobre la contraparte.

Entre la información a ofrecer al inversor, debe estar, en su caso, la relacionada con la forma en la que el ETF replica el índice, además del índice concreto y su composición. El inversor debe ser consciente de la técnica utilizada, que puede ser a través de una réplica directa del índice, por ejemplo adquiriendo la totalidad o una muestra de los valores que lo componen (denominada «réplica física» o «tradicional»), o bien de forma indirecta utilizando derivados (denominada «réplica sintética» o «no tradicional»).

Si por una parte se informa de cómo se está llevando a cabo la réplica del índice, por otra se deberían incluir medidas que indiquen el grado de réplica alcanzado. Por ejemplo, a través del *tracking error* se puede tener una cuantificación sobre el grado de ajuste de la evolución del ETF respecto a su referencia (*benchmark*)⁵. Ello permite medir la calidad de la réplica. Por su parte, la *tracking difference* mide la diferencia real de rentabilidad entre la IIC y el *benchmark* en un periodo de tiempo.

Para lograr que las diferencias entre el valor de las acciones de los ETF en el mercado y su valor liquidativo sean mínimas, se debería dar información que permitiese conocer la cartera que tiene en cada momento el ETF. De este modo, si existieran dichas diferencias, las entidades autorizadas a participar en el mercado primario de ETF podrían llevar a cabo operaciones de arbitraje, de forma que las diferencias entre el valor liquidativo y su cotización de mercado se redujeran.

Por último, la difusión de la información debería abarcar las comisiones y gastos inherentes a la inversión en ETF, así como de los valores tomados y cedidos en préstamo.

El segundo bloque de principios recoge aspectos relacionados con la comercialización y venta de ETF. En este sentido, todo el material que se utilice por los intermediarios, incluidas las presentaciones orales, deberían dar una imagen fiel y ponderada de los riesgos y beneficios de los ETF, y no debería omitirse ningún hecho o reserva que pudiese suponer una información errónea.

Para evaluar las obligaciones de información de un intermediario, los reguladores deberían considerar quién tiene el control sobre la información que debe ser difundida. Ello supone que la responsabilidad por la información del ETF como producto debe recaer en su emisor, y en el caso de la información sobre los servicios de inter-

5 En concreto, se mide en términos de volatilidad de las diferencias de rentabilidad entre una IIC y su *benchmark*. Véase, por ejemplo, Carlos Aparicio y Fco. Javier González Pueyo. «Fondos cotizados: características y desarrollos recientes», en el *Boletín Trimestral de la CNMV*, trimestre IV de 2011. Disponible en http://cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_4_2011.pdf.

mediación corresponderá al intermediario con las siguientes matizaciones: i) el intermediario será responsable de la información del producto cuando sea él el que la facilita o altera, o bien cuando así lo imponga la normativa (por ejemplo, en la Unión Europea, la MiFID); y ii) en algunas jurisdicciones el intermediario es el responsable de explicar las características del producto al cliente.

El intermediario, antes de recomendar la compra, venta o intercambio de un ETF a un cliente debería cerciorarse de que el producto es adecuado para este último considerando su experiencia, conocimientos, objetivos de inversión, perfil de riesgo y capacidad de soportar pérdidas.

Dentro de este bloque, el último principio hace referencia a la necesidad de que existan políticas y procedimientos internos escritos en los intermediarios, que incluyan aspectos de formación de personal, de modo que este entienda los productos y los puedan ofrecer de una forma adecuada a los clientes.

El tercer bloque sobre estructura de los ETF incluye: i) la identificación y tratamiento de los posibles conflictos de interés provocados por los ETF, y ii) el tratamiento del riesgo de contrapartida y de la gestión de los colaterales recibidos como garantías.

En relación al primer punto, se indican algunos conflictos de interés específicos que pueden surgir en el ámbito de los ETF, como cuando un índice se crea de forma específica para un ETF por un proveedor que esté vinculado al promotor del ETF. En este caso, se propone que las normas de ponderación e inclusión de valores en el índice sean públicas; que se limite la posibilidad de cambiar dichas normas y en el caso de variaciones, que estas se hagan públicas con antelación; que existan murallas chinas entre los responsables del índice y los gestores de la cartera; que la entidad responsable del mantenimiento, cálculo y difusión del índice, esto es, el agente de cálculo, sea independiente del proveedor del índice o, en su caso, existan murallas chinas entre ambos; y que los valores que componen el índice no se modifiquen con una frecuencia menor a una especificada.

Los ETF pueden emplear diversas técnicas que caen dentro del ámbito de las denominadas «técnicas eficientes de gestión de la cartera» y que incluyen, entre otros, el préstamo de valores. En la utilización del préstamo de valores pueden surgir conflictos de interés cuando el agente a través del cual se realiza la operación (*securities lending agent*) está vinculado al grupo de la IIC. En este caso, el regulador debería obligar a que la gestora obtuviese precios de terceros que fuesen independientes, o bien que se asegurara de que las comisiones que se están pagando sean razonables y que los servicios que se le prestan son iguales a aquellos que el agente está ofreciendo a terceros.

Otro conflicto que se trata es el que podría surgir cuando el número de participantes autorizados a operar en el mercado primario es reducido, y existe alguno que esté vinculado al grupo de la IIC con capacidad para ejercer presión sobre el proveedor del ETF para beneficiarse del flujo de órdenes que puedan existir. Este conflicto podría tener consecuencias sobre la cotización del ETF en el mercado secundario y la capacidad de los inversores para poder reembolsar sus acciones. La solución pasa por establecer un número mínimo de participantes autorizados, por la independen-

cia entre el participante y el ETF o por que los contratos con los participantes se formalicen adecuadamente.

En cuanto al segundo punto, se debe tener en cuenta que en el caso de réplica sintética del índice por medio de la utilización de derivados OTC surge un nuevo riesgo, el de contraparte. Por su parte, los ETF pueden recibir colaterales en forma de valores o tesorería en garantía de las operaciones realizadas, y que requieren por una parte de una gestión y por otra de la consideración de los riesgos adicionales que emergen, como puede ser por la reinversión de la tesorería. En el documento de IOSCO se señala que los reguladores deberían imponer requisitos para que los ETF evalúen de una forma apropiada los riesgos que pudiesen surgir debido a la exposición al riesgo de contrapartida, así como por la gestión de los colaterales. Se podría requerir que los ETF tuviesen procedimientos de gestión del riesgo, incluido el de contraparte, que se establezcan límites respecto a la exposición al riesgo de un emisor en particular, que se establezcan filtros y controles respecto a los activos que se admiten como colaterales o que se diversifique la cesta de colaterales.

Adicionalmente, el documento establece principios encaminados a mitigar algunos riesgos que no son solo exclusivos de los ETF, sino que afectan a otras entidades y productos y que tienen su incidencia sobre la estabilidad financiera. Por ejemplo, la existencia de volatilidades extremas de los valores que subyacen en el ETF puede dificultar la valoración del propio ETF. En este contexto, los *market makers* de los ETF podrían ampliar su rango de cotizaciones o bien dejar de dar liquidez en el mercado hasta conocer los hechos que han provocado esa volatilidad. En este apartado, el documento de IOSCO hace referencia a las recomendaciones de su documento relativo a la integridad y eficiencia de los mercados, que establece que las plataformas de negociación deberían contar con mecanismos de control de su negociación, incluida su interrupción. También se aboga por aplicar al mercado de ETF la recomendación sobre la necesidad de supervisar las nuevas formas de abuso de mercado o sus variaciones que surgen por los desarrollos tecnológicos, y realizar las actuaciones supervisoras en caso necesario.

Por último, se hace referencia a los riesgos potenciales de estabilidad financiera debido al incremento de la opacidad y complejidad de los ETF. Sin embargo, IOSCO plantea que, al ser estos riesgos no exclusivos de los ETF, deberían analizarse de una forma más amplia, ya sea por el Financial Stability Board (FSB) o por el Joint Forum.

3.3 Principios de gestión del riesgo de liquidez en las instituciones de inversión colectiva⁶

En el actual entorno de crisis financiera en la que nos encontramos, la liquidez ha cobrado una importancia extrema. Aunque las reformas regulatorias planteadas en este ámbito han estado, en su mayoría, dirigidas al sector bancario, el sector de la gestión de activos cuenta con determinadas particularidades que también se deben tener en cuenta a la hora de establecer recomendaciones de política en relación con

6 *Principles of liquidity risk management for collective investment schemes - Consultation report*, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD378.pdf>.

el riesgo de liquidez. Una de las características definitorias de las IIC abiertas es la posibilidad que tienen sus partícipes o potenciales inversores de reembolsar o suscribir participaciones de la institución. Para poder realizar los reembolsos resulta fundamental una correcta gestión del riesgo de liquidez.

Las causas que pueden generar problemas de liquidez en una IIC pueden ser diversas e incluso puede que la gestora de la institución no pueda controlar algunas de ellas, como por ejemplo aquellas derivadas del cierre inesperado de los mercados en los cuales la IIC tiene sus inversiones. En casos extremos, los problemas de liquidez pueden conducir a una suspensión temporal de los reembolsos. Por tanto, el requisito fundamental de la gestión del riesgo de liquidez es asegurar que la liquidez que mantiene una IIC permita afrontar sus obligaciones tanto de reembolsos como generales.

Los principios que se especifican en el documento puesto a consulta por IOSCO se dirigen a las sociedades gestoras de IIC, aunque su implementación dependerá de la estructura legal que exista en cada jurisdicción. Los principios se dividen en dos bloques, dependiendo de si deben tenerse en cuenta en el periodo de diseño de la IIC y anterior a su lanzamiento o bien durante la gestión diaria del riesgo de liquidez.

Antes del lanzamiento de la IIC en cuestión, el diseño del producto debería incluir un proceso efectivo de gestión de la liquidez que estuviese encuadrado dentro de los requisitos de liquidez que exige la normativa. Esta cuestión es básica, y a partir de ello, el resto de principios que considera el documento de IOSCO como previos al lanzamiento de la IIC se refieren a factores que se deben tener en cuenta en el proceso de gestión de la liquidez.

Entre los factores a tener en cuenta en este proceso deberían encontrarse las obligaciones de pago en general y los reembolsos en particular a los que deberá hacer frente la IIC, de modo que los coeficientes de liquidez a cumplir sean proporcionales a dichas obligaciones. Por su parte, en los casos en los que la normativa no incluya exigencias específicas, el responsable de la IIC debería establecer una frecuencia de reembolso que fuese realista y objetiva, acorde a su política de inversión y válida en distintas situaciones de mercado. Por ejemplo, el establecimiento de una frecuencia de reembolsos diaria en una IIC inmobiliaria sería, obviamente, inadecuado.

Las IIC también podrían incluir en su diseño del proceso de gestión de liquidez algunas medidas excepcionales o la utilización de herramientas que pudiesen afectar el proceso de reembolsos, siempre y cuando sean apropiadas y aceptables para la IIC y los intereses de los inversores. Estas medidas y herramientas, en cualquier caso, deberían utilizarse solo cuando no estuviera en juego el trato equitativo entre los distintos inversores y cuando el entorno regulatorio lo permitiera. Algunos ejemplos de medidas y herramientas son la imposición de comisiones de reembolso, la posibilidad de reembolsos en especie, la inclusión de periodos de preaviso, o incluso la posibilidad de suspensión de los reembolsos.

Otras cuestiones a considerar y que afectan a la gestión de la liquidez serían los canales de distribución a utilizar (por ejemplo, la utilización de cuentas *nominee* de forma agregada hacen que sea más difícil para el responsable de la IIC conocer el

tamaño y el desglose de las participaciones individuales de los inversores) y la información que será capaz de obtener el responsable (por ejemplo, cuando la IIC invierte en otra IIC, si es posible tener de esta última IIC la información necesaria para el proceso de gestión de la primera). Por último, en los documentos informativos que se ponen a disposición de los potenciales inversores se debería incluir información sobre el riesgo de liquidez y su política de gestión.

Y, aunque puede existir un proceso general aplicable a todas las IIC dependientes de una misma entidad, ese proceso se debe ir adaptando a cada una de las particularidades de cada IIC.

Una vez diseñado y puesto en funcionamiento el proceso de gestión del riesgo de liquidez, el responsable debería cerciorarse de que se ejecuta y mantiene durante el periodo de existencia de la IIC, actualizándolo cuando fuese necesario. En esta etapa, es necesario que el proceso se lleve a cabo supeditado a unos controles y una supervisión adecuados, que permitan que la información que se vaya generando retroalimente al proceso a la vez que se revisa.

Regularmente, la sociedad gestora debería valorar la liquidez de los activos en la cartera de la IIC, considerando el periodo que se tarda en vender los activos, el precio al cual se podrían liquidar, lo que se tarda en realizar la liquidación en la venta, etc.

Además, al tomar una decisión de inversión se debería tener en cuenta tanto la liquidez de los activos en los que se pretende invertir como el efecto que esa decisión podría tener sobre la liquidez de la IIC mientras perdure la inversión. Esto es, debe existir una integración entre la gestión del riesgo de liquidez y el proceso de selección de inversiones.

El proceso de gestión del riesgo de liquidez debería facilitar que el responsable pueda prever un problema de liquidez, de modo que pueda tomar las medidas oportunas con la finalidad de que se trate a todos los partícipes de forma igualitaria, además de considerar todos los factores cuantitativos y cualitativos. Por ejemplo, se podrían incluir métodos estadísticos que generasen datos y distintos escenarios según la conducta de los inversores y/o la de los activos de las IIC, o la sociedad gestora debería tener información sobre los inversores en una IIC, sobre quiénes tienen participaciones significativas y sobre la posibilidad de que estos puedan realizar reembolsos.

La sociedad gestora debería realizar de forma periódica, en función del tipo de IIC, simulaciones de la liquidez en distintos escenarios, incluidos aquellos de situaciones límites, como puede ser cuando se realizan solicitudes de reembolso masivas. Los resultados de estas simulaciones, a su vez, deberían servir en el desarrollo y mantenimiento del proceso de gestión del riesgo de liquidez.

Por último, el documento de IOSCO indica que la sociedad gestora debería dar a conocer los riesgos de liquidez a los que se ha enfrentado la IIC a través de los documentos informativos que se dan a los inversores. También se debería informar a estos de los cambios que se pretendan introducir, por ejemplo, alguna nueva herramienta o medida que podría afectar a los derechos de reembolso de los inversores,

a la política de inversiones de la IIC o el establecimiento de *side pockets*. La sociedad gestora también debería ser capaz de demostrar que su proceso de gestión del riesgo de la liquidez funciona correctamente, ya sea a los reguladores o a los propios partícipes.

3.4 Análisis del riesgo sistémico en los fondos monetarios y opciones de reforma⁷

El último documento puesto a consulta por IOSCO durante los primeros meses de 2012 está relacionado con el riesgo sistémico de los fondos monetarios. En 2011 el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB: Financial Stability Board) solicitó a IOSCO que llevara a cabo un estudio de las reformas regulatorias necesarias en los fondos monetarios con la finalidad de mitigar su potencial para generar riesgo sistémico. Tal potencial se deriva de la posibilidad que tienen los fondos monetarios de valorar sus activos en cartera a coste amortizado, lo que permite que su valor liquidativo pueda ser constante (*constant net asset value*, CNAV). En el caso de que se produzcan tensiones en los mercados, los partícipes de fondos monetarios pueden solicitar reembolsos masivos ante la duda de que el valor liquidativo se mantenga o no constante. Esta situación podría llevar a una suspensión de reembolsos, con un ajuste en el valor liquidativo (para reflejar el valor al que pueden venderse los activos) o una entrada del promotor en el patrimonio del fondo con la finalidad de dar la liquidez necesaria para atender los reembolsos.

La importancia de los fondos monetarios en los mercados financieros y, por tanto, su potencial para generar riesgo sistémico se ponen de manifiesto en el hecho de que este tipo de fondos agrupan alrededor de 4,7 billones de dólares, suponiendo casi el 20% del total de la inversión colectiva, distribuidos mayoritariamente entre EE.UU. (2,7 billones de dólares) y Europa (1,5 billones de dólares). Por otra parte, debido a sus características y su volumen, los fondos monetarios constituyen una importante fuente de liquidez y financiación para la economía, ya que sus carteras están formadas por cantidades muy significativas de deuda a corto plazo emitida tanto por el sector público como por el sector privado.

En relación con los fondos monetarios, IOSCO plantea cuatro opciones, no necesariamente excluyentes entre sí, cuya finalidad sería reforzar la solidez y seguridad de estos vehículos de inversión.

Considerando el problema que genera la valoración a coste amortizado, la primera opción es la de obligar a calcular un valor liquidativo variable (lo que implicaría la prohibición de valorar a coste amortizado cualquier activo en la cartera del fondo), o bien, de forma alternativa, tomar medidas adicionales de carácter estructural en caso de que el valor liquidativo se mantenga constante. Se trataría de reducir la percepción que tienen los inversores de que el valor liquidativo de los fondos monetarios es inmune a pérdidas y, con ello, la probabilidad de que se produzcan reembolsos masivos cuando tal percepción se quiebre.

7 *Money market funds systemic risk analysis and reform options - Consultation report*, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD379.pdf>.

Estas medidas estructurales serían:

1. Constitución de una reserva de capital a través de la retención de una parte de los rendimientos del fondo, que podría utilizarse en el caso de pérdidas. En periodo de crisis, la existencia de esa reserva de capital (*NAV buffers*) reduciría el incentivo de los inversores a salir del fondo, ya que parte de sus recursos estarían retenidos y se dedicarían a paliar un determinado volumen de pérdidas.
2. Requerir la contratación de un seguro privado para solucionar la falta de liquidez a corto plazo.
3. La conversión de los fondos monetarios en bancos de propósito especial, sujetos a la regulación y supervisión bancaria.
4. Establecimiento de un sistema de dos niveles, en el que se permitirían tanto fondos con valor liquidativo constante como con valor liquidativo variable, pero con distintos límites de niveles de riesgo a asumir: en el caso de los fondos con valor liquidativo constante, estos se reservarían solo para pequeños inversores o solo para inversores institucionales. Así, los inversores podrían elegir entre fondos monetarios con valor constante, sujetos a una mayor protección, y fondos monetarios de valor variable que podrían ofrecer mayores rentabilidades a cambio de una menor protección. Por su parte, la idea de separar los fondos según su tipo de inversor (minorista o institucional) se basa en el hecho de que, históricamente, quienes han generado un mayor riesgo de huida son los inversores institucionales. En particular, estos inversores han dado lugar a una mayor volatilidad en los fondos monetarios y han reembolsado sus participaciones de forma mucho más rápida en situaciones en las que podía existir una oportunidad. Separando los fondos por tipos de inversores, se reduce la probabilidad de que los institucionales contagien a fondos de minoristas. Esta opción, sin embargo, puede no ser operativa si la mayor parte de los inversores son institucionales, o si en la práctica se están utilizando cuentas ómnibus, de modo que no se pueda diferenciar entre uno y otro tipo de inversor. Adicionalmente, el intento de separación por tipo de inversor podría perturbar el funcionamiento de los fondos existentes, ya que estos tendrían que distribuir los activos entre el fondo destinado a particulares y el fondo destinado a instituciones.

La segunda opción se refiere al marco de valoración de los activos de los fondos monetarios, cuya finalidad es incrementar el nivel de transparencia de la valoración. De esta forma, como principio general, se especifica la valoración a precios de mercado. De este modo, en cualquier momento el valor liquidativo reflejaría las pérdidas que pudiesen tener los activos, disminuyendo el incentivo de los inversores a reembolsar sus participaciones con el fin de traspasar sus pérdidas al resto de participantes (como ocurriría si los activos no se valoran a precios de mercado).

Se establecen, no obstante, algunas excepciones a la valoración de mercado, ya que pueden existir casos en los que dicha valoración no sea factible o la óptima. Así, por ejemplo, si no se dispone de los precios de mercado, podrían utilizarse métodos de valoración basados en la curva de tipos de interés y el diferencial aplicable al emisor. En algunos casos, la valoración a coste amortizado podría seguir utilizándose bajo determinadas condiciones, por ejemplo, estableciendo límites a la diferencia entre

valor a coste amortizado y el valor de mercado, o bien permitiendo su utilización en instrumentos cuya duración sea inferior a una determinada. Por el contrario, la valoración a coste amortizado debería prohibirse en los casos en los que los instrumentos son sensibles a los tipos de interés o al riesgo de crédito. También se debería ser consistente en la valoración de instrumentos semejantes.

La tercera opción considera cuestiones relativas a la gestión de la liquidez y que están encaminadas a que los gestores de fondos monetarios puedan hacer frente en cualquier momento a las solicitudes de reembolso. Entre esas cuestiones se encuentran:

1. En cuanto a la liquidez de la cartera: obligar a mantener un cierto volumen de activos líquidos y restringir el volumen de activos ilíquidos, y establecer políticas y procedimientos encaminadas a conocer a los partícipes y así poder anticipar mejor una salida de partícipes.
2. En cuanto a la gestión del riesgo de liquidez por la vía del inversor y a las obligaciones del fondo: imponer restricciones a los reembolsos, por ejemplo, a través del establecimiento de comisiones de liquidez cuando se den determinadas circunstancias en el mercado o un volumen elevado de reembolsos; establecer las valoraciones de los activos a precios *bid*, reduciendo así el impacto negativo de los reembolsos sobre los partícipes que continúan en el fondo y el incentivo a reembolsar; establecer los reembolsos en especie y evitar por tanto que el resto de los partícipes se vean perjudicados por la necesidad de vender activos del fondo en momentos que pueden no ser los óptimos, pero en los que es necesario por la existencia de reembolsos por un volumen considerable; establecimiento de *gates* (límite al volumen de reembolsos en determinadas circunstancias).
3. Permitir recurrir a liquidez externa como una medida de apoyo para resolver problemas de liquidez a corto plazo.

La última opción se refiere a cuestiones relacionadas con las agencias de *rating*. En particular, se aboga por reducir la dependencia de los fondos monetarios con respecto a las agencias de *rating*, propiciada por la utilización de los *ratings* en la regulación. Para ello se propone eliminar las exigencias en la normativa de un determinado *rating* a los activos en cartera de los fondos monetarios. También se sugiere alentar una mayor diferenciación en los *ratings* otorgados por las agencias a los fondos monetarios: en la actualidad, en la mayoría de los casos, las agencias conceden una calificación triple A a este tipo de vehículos.

Adicionalmente, hay que tener en cuenta que, en el caso de la calificación de los activos en cartera, una reducción de la calificación crediticia de alguno de ellos podría inducir a los gestores a vender dichos activos con el consiguiente efecto negativo sobre los precios en los mercados. Si la rebaja afecta al fondo, se podría producir una huida de los partícipes de dicho fondo, acostumbrados a su triple A.

4 Resumen y conclusiones

Los documentos puestos a consulta o aprobados por IOSCO a lo largo de 2012 en relación a las instituciones de inversión colectiva inciden, básicamente, en aspectos

que se han puesto de manifiesto o que han cobrado una especial relevancia en el actual entorno de crisis. Por otro lado, también cabe destacar que gran parte de las recomendaciones contenidas en estos documentos se encuentran ya implementadas en la norma española.

Como se ha comentado, en algunos de estos documentos se hace hincapié en la importancia de una buena gestión de la liquidez de las IIC, ya que una falta de previsión sobre este aspecto puede desencadenar efectos no solo sobre los inversores, sino también sobre otros mercados, al intentar las IIC liquidar sus posiciones en los activos en que están invertidas. Por tanto, la cuestión básica que se plantea desde IOSCO es la necesidad de diseñar y establecer un procedimiento de gestión de la liquidez que tenga en cuenta las particularidades de las IIC, que prevea posibles situaciones límites en esta materia y que, en general, se adelante a las mismas.

La falta de liquidez en una institución puede generar la suspensión de los reembolsos de participaciones, cuestión que ha sucedido con una mayor frecuencia en las circunstancias económicas actuales. En el documento de IOSCO se plantean los principios que se deberían tener en cuenta en función de la etapa de la suspensión en la que se encuentre la institución. En todo caso, la suspensión debería ser la última herramienta a utilizar, habiendo considerado previamente diversas alternativas como el establecimiento de límites al volumen de reembolsos en cada ventana de liquidez (*gates*) o el establecimiento de descuentos a los reembolsos. Si no existe una alternativa, la suspensión de los reembolsos debe llevarse a cabo tratando de forma equitativa a todos los partícipes.

En el caso de España, se exige a las gestoras que cuenten con un sistema integral de gestión de la liquidez⁸. Las IIC deben adicionalmente mantener un coeficiente mínimo de liquidez que debe materializarse en los activos líquidos tipificados por la normativa. Se permite, además, que, en caso de que sea necesario, la IIC pueda acudir al endeudamiento por dificultades transitorias de tesorería para atender a los reembolsos. Por otro lado, la normativa española contempla una serie de mecanismos adicionales como la exigencia de preavisos cuando se trate de reembolsos que superen un determinado volumen, la posibilidad de suspender los reembolsos en determinadas circunstancias, o la posibilidad de *side pockets* o de realizar reembolsos parciales.

En el caso de los fondos monetarios, el importante volumen invertido durante los últimos años y el hecho de que sean una fuente importante de financiación y liquidez para el entramado empresarial han llevado a que en el seno de IOSCO se replantee la valoración de sus activos a coste amortizado, por el riesgo sistémico que podría acarrear. Este tipo de valoración lleva a que el valor del fondo monetario en momentos de tensión en los mercados se aleje de su valoración real. Ante este hecho, los partícipes intentarían recuperar su inversión cuanto antes, para evitar asumir esas pérdidas reales. Los reembolsos masivos podrían desembocar en una posible suspensión de los reembolsos y la necesidad de venta de activos a precios inferiores a los que se estaban valorando (por tanto, en un ajuste brusco del valor liquidativo a la realidad de los mercados). Ante la posibilidad de riesgo sistémico, IOSCO plan-

8 Circular 6/2009, de 9 de diciembre, de la CNMV, sobre control interno de las SGIC y las sociedades de inversión (modificada por la Circular 6/2010, de 21 de diciembre, de la CNMV).

tea distintas opciones, incluyendo el cambio de valoración desde coste amortizado a precios de mercado, dejando el primero solo para unos casos determinados. En el caso de España, hay que recordar que la valoración a coste amortizado es marginal y solo se produce en activos determinados⁹, como la tesorería.

La correcta valoración de la cartera debe estar presente en todas las IIC, y por ello IOSCO ha elaborado un documento en la que se dictan los principios generales a seguir. Al igual que en el caso de gestión de la liquidez, la IIC debería contar con un procedimiento de valoración, incluidas las políticas a tener en cuenta y las metodologías. En este caso IOSCO propone que exista un tercero (por ejemplo, un auditor o un depositario) que revise los procedimientos de valoración adoptados.

En España, la normativa impone requisitos¹⁰ para que las SGIIC cuenten con adecuados procedimientos de valoración, así como con mecanismos de control interno que garanticen el cumplimiento de los procedimientos. También se tasan las obligaciones del depositario en lo referente a la supervisión del valor liquidativo de los fondos depositados. Por tanto, a este respecto ya se encuentran desarrollados los principios de IOSCO.

Por último, en cuanto a los ETF, las recomendaciones de IOSCO van dirigidas sobre todo a informar sobre las características de estos productos, de modo que los inversores puedan distinguirlos de otras IIC o productos semejantes, así como propuestas para evitar los conflictos de interés que puedan surgir en su diseño y desarrollo. Para ello se hace hincapié en la información a transmitir a través de los documentos informativos y en la toma de medidas que eviten los conflictos de interés. En el caso de España, se debe tener en cuenta que la normativa solo permite los ETF que replican índices y la mayoría de las cuestiones señaladas por IOSCO ya se encuentran plasmadas en los desarrollos normativos. Así, el folleto¹¹ exigible a toda IIC se articula como el documento que debe contener la información necesaria para que los inversores puedan formarse un juicio fundado sobre la inversión que se les propone y sus riesgos, mientras que en la información pública periódica¹² (IPP) se informa del desarrollo de la institución, incluyendo, en el caso de los ETF, información sobre el índice a seguir, un comentario sobre su composición, si la reproducción se realiza con instrumentos derivados, el *tracking error*, la evolución del índice de referencia, una explicación sobre la política de inversiones efectivamente seguida durante el periodo para reproducir el índice e información sobre la operativa de préstamo de valores que se hubiese realizado. En cuanto a los *market makers*, si no existe suficiente liquidez en el mercado secundario, la gestora debe buscar alternativas para proporcionar dicha liquidez.

9 Circular 3/2008, de 11 de septiembre, de la CNMV, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las instituciones de inversión colectiva (modificada por la Circular 11/2008, de 30 de diciembre, de la CNMV, y por la Circular 6/2010, de 21 de diciembre, de la CNMV).

10 Circular 6/2009, de la CNMV.

11 Circular 3/2006, de 26 de octubre, de la CNMV, sobre folletos explicativos de las instituciones de inversión colectiva. Una versión resumida de la información se encuentra en el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI), regulado en el Reglamento (UE) 583/2010 de la Comisión Europea, de entrega obligatoria al inversor con anterioridad a la suscripción de participaciones.

12 Circular 4/2008, de 11 de septiembre, de la CNMV, sobre el contenido de los informes trimestrales, semestral y anual de instituciones de inversión colectiva y del estado de posición (modificada por la Circular 6/2010, de 21 de diciembre, de la CNMV y por la Circular 4/2011, de 16 de noviembre, de la CNMV).

Las entidades de asesoramiento de voto (*proxy advisors*): situación actual y recomendaciones normativas

Grupo de expertos sobre entidades de asesoramiento de voto (*)

(*) Este artículo es un resumen del documento de fecha 16 de abril de 2012 elaborado por el Grupo de Trabajo constituido por la Comisión Nacional del Mercado de Valores para evaluar la actividad de los *proxy advisors* en relación con los emisores españoles (disponible en <http://cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf>). El referido Grupo de Trabajo estuvo constituido por Javier García de Enterría (Clifford Chance, S.L.), Pere Kirchner (Cuatrecasas, Gonçalves Pereira, S.L.P.), Rafael Piqueras (Enagás, S.A.), Armando Albarrán (Freshfields Bruckhaus Deringer LLP), Paola Gutiérrez (Georgeson Inc.), Elisa Rincón (Inverco), Fernando Vives (J&A Garrigues, S.L.P.), Rafael García de Diego (Red Eléctrica Corporación, S.A.), Pilar Verde (Santander Asset Management, S.G.I.I.C.), Consuelo Barbé (Telefónica, S.A.) y Rafael Sebastián (Uría Menéndez Abogados, S.L.P.).

1 Introducción

Las entidades de asesoramiento de voto (*proxy advisors*) son empresas que prestan servicios de orientación a los inversores, principalmente institucionales, en relación con el ejercicio del derecho de voto derivado de la titularidad de acciones en sociedades cotizadas. Concretamente, las entidades de asesoramiento analizan la información disponible relacionada con una sociedad cotizada y su Junta general de accionistas y emiten recomendaciones de voto a los inversores institucionales sobre las propuestas de acuerdo sometidas a votación.

Como se desarrolla en este artículo, la aparente sencillez del cometido de estas entidades es inversa a la complejidad de las cuestiones que rodean su actividad. En este trabajo se expone el origen de la figura de los *proxy advisors*, los servicios que prestan y la situación actual del mercado de asesoramiento de voto a los inversores, para abordar posteriormente tres de las cuestiones más relevantes relacionadas con dicha figura. La primera es la relativa a la influencia efectiva de las entidades de asesoramiento en el sentido del voto de los inversores institucionales. Esta cuestión constituye uno de los puntos de partida desde los cuales deben abordarse las otras dos: los conflictos de interés de los *proxy advisors* y la problemática relacionada con la calidad técnica de sus recomendaciones. En la parte final del artículo se resumen las distintas alternativas consideradas para regular esta actividad de asesoramiento.

2 El origen de los *proxy advisors*

Para caracterizar correctamente la figura del *proxy advisor* es imprescindible apuntar dos consideraciones relacionadas con el contexto en el que se ha desarrollado la demanda de este tipo de servicios. Por un lado, la figura de los inversores institucionales y la forma en la que estos llevan a cabo su actividad y, por otro, el desarrollo de sus deberes fiduciarios ante sus partícipes en relación con el ejercicio del derecho de voto.

I. Los inversores institucionales y su cartera de inversión.

En términos generales, se entiende por inversores institucionales aquellos que canalizan la inversión de una pluralidad de personas, asumiendo la gestión de las inversiones. A estos efectos, se consideran como tales los fondos de pensiones, las instituciones de inversión colectiva, las entidades aseguradoras, las entidades de crédito o las sociedades de valores, que realizan de forma habitual y profesional inversiones en valores negociables. Dependiendo de sus políticas y objetivos de inversión, los inversores institucionales pretenden maximizar la rentabilidad de su inversión, buscando a la vez preservar la mayor liquidez

posible y la diversificación del riesgo. Estos dos últimos requisitos, la liquidez y la diversificación del riesgo, añaden unas características muy especiales a su forma de actuación. Por una parte, para preservar la liquidez de su inversión, los inversores institucionales invierten en sociedades cotizadas en porcentajes que normalmente no son significativos. Con ello tratan de evitar que su eventual desinversión implique una pérdida en el valor de la acción que en la práctica perjudicaría la liquidez de su participación. Por otra parte, con el objeto de diversificar el riesgo, su cartera de sociedades participadas suele ser muy variada, tanto en lo que se refiere a sectores de actividad como a áreas geográficas. Todo lo anterior hace que, en la mayoría de los casos, la cartera de inversiones de los inversores institucionales esté formada por un número muy significativo de sociedades cotizadas pertenecientes a sectores y a ámbitos geográficos diversos.

II. El ejercicio del derecho de voto como parte de los deberes fiduciarios de los inversores institucionales.

Tradicionalmente, debido a las características de la cartera de inversión de los inversores institucionales (participación poco significativa en un gran número de sociedades), el ejercicio de los derechos de voto que sus participaciones les conferían era entendido como una actividad compleja y poco provechosa, que conducía la mayoría de las veces simplemente a no ejercerlos, a votar sistemáticamente a favor de las propuestas de acuerdo del Consejo de administración o, a lo sumo, a lo que la doctrina anglosajona denomina, gráficamente, la práctica de «votar con los pies»: vender sus acciones y abandonar el accionariado si estaban descontentos con el desempeño de la gestión de la sociedad.

Con el transcurso del tiempo, la participación de los inversores institucionales ha ido ganando protagonismo en el accionariado de las sociedades cotizadas. Aunque el porcentaje de participación de cada uno de ellos, aisladamente considerado, sigue siendo, por las razones antes expuestas, poco significativo, el porcentaje agregado del conjunto de los inversores institucionales se va configurando cada vez más como un bloque accionarial con una influencia notable y, en muchos casos, decisiva.

En el caso más significativo, Estados Unidos, como promedio, el 70% del capital social de las mil compañías estadounidenses del país con mayor capitalización bursátil está en manos de inversores institucionales (el 63,7% en las 50 compañías con mayor capitalización bursátil)¹. Esta situación llamó la atención de los reguladores, que establecieron que el ejercicio del derecho de voto formaba parte de los deberes fiduciarios de los inversores institucionales frente a sus partícipes y que, por tanto, este debía ejercerse de forma diligente, cuando dicho ejercicio resultara en beneficio y en el interés de aquellos. En concreto, la Securities and Exchange Commission (SEC) impuso en 2003 la obligación a los fondos de inversión de adoptar políticas y procedimientos

1 Véase W. Heineman y S. Davis (2011), *Are institutional investors part of the problem or part of the solution? Shareholders' role in U.S. public equity markets*, disponible en http://www.ced.org/images/files/80235_CED_WEB.pdf.

que garantizaran que aquellos ejercían su derecho de voto en defensa de los intereses de sus accionistas y clientes². En el mismo sentido, las autoridades federales de Estados Unidos han interpretado que los fondos de pensiones tienen obligaciones similares: «El acto fiduciario de la gestión de los activos del plan consistentes en acciones emitidas por empresas incluye el voto por representación en relación con dichas acciones»³. Este marco regulatorio se encuentra en proceso de revisión en la actualidad, a la vista de los conflictos de interés y la calidad técnica y la transparencia a la hora de emitir las recomendaciones de voto⁴.

En Europa, la Comisión Europea aprobó la Directiva 2010/43/UE, de 1 de julio de 2010, por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a los requisitos de organización, los conflictos de intereses, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre depositarios y sociedades de gestión. Dicha directiva exige a las sociedades de gestión la elaboración de estrategias para determinar, en beneficio exclusivo de las instituciones de inversión colectiva, los supuestos en los que han de ejercerse los derechos de voto adscritos a los instrumentos incluidos en las carteras gestionadas, incluyendo los procedimientos para: (i) efectuar el seguimiento de los hechos empresariales que sean pertinentes; (ii) garantizar que, en caso de ejercicio de los derechos de voto, este se adecue a los objetivos y a la política de inversión de las instituciones de inversión colectiva consideradas; y (iii) prevenir y, en su caso, gestionar cualquier conflicto de interés que pueda surgir en caso de que se ejerciten los derechos de voto.

En el Reino Unido, el Código de Administración (*UK Stewardship Code*), publicado por el Financial Reporting Council (órgano regulador en el Reino Unido con competencia en materia de gobierno corporativo) en julio de 2010, contiene algunos principios y directrices dirigidos a los inversores institucionales, incluyendo la recomendación de publicar si reciben los servicios de algún *proxy advisor* o algún otro asesor y el modo en que se utilizan dichos servicios. Este código también establece, en su sexto principio, para aquellos inversores institucionales que se adhieran al mismo, el deber de informar sobre cómo ejercitan su derecho de voto en las sociedades en las que participan y con arreglo a qué políticas de voto («Los inversores institucionales deberían tener una política clara sobre voto y divulgación de los criterios seguidos en esta materia»). Este documento se entiende como un complemento al Código de gobierno corporativo inglés y se ajusta también al principio «cumplir o explicar». El Financial Reporting Council publica en su página web un listado de las organizaciones que se han adherido al código, entre las que se incluyen entidades de asesoramiento en materia de voto.

2 Véase la norma *Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies*, disponible en <http://www.sec.gov/rules/final/33-8188.htm>.

3 Véase el documento *Interpretive bulletin relating to written statements of investment policy, including proxy voting policy or guidelines*, disponible en http://www.access.gpo.gov/nara/cfr/waisidx_02/29cfr2509_02.html.

4 La SEC publicó en julio de 2010 una nota conceptual (*Concept release on the U.S. proxy system*), que sigue en la actualidad abierta a comentarios por parte del público, relativa a varios aspectos de las actividades de asesoramiento en materia de voto en Estados Unidos.

En Francia, de conformidad con el Código Monetario y Financiero (artículo L.533-22), las compañías de gestión de activos deben ejercitar los derechos de voto que correspondan a las acciones bajo su gestión en interés de los beneficiarios últimos e informar al regulador del mercado de valores, la Autorité des Marchés Financiers (AMF), sobre el ejercicio de los derechos de voto, o explicar las razones cuando no se ejerciten. En este marco, la AMF ha formulado una recomendación no vinculante (*Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote*) dirigida específicamente a las agencias de asesoramiento de voto, de acuerdo con la cual:

1. las directrices de voto de los *proxy advisors* deberían ser transparentes y estar publicadas en su página web;
2. los informes que emitan estas entidades deberían incluir las razones por las que la recomendación es positiva o negativa;
3. el borrador de informe debería entregarse al emisor para su revisión y comentarios o bien reflejar expresamente que esto no se ha hecho, explicando los motivos, y los comentarios del emisor deberían recogerse en el borrador definitivo; y
4. las entidades de asesoramiento de voto deberían tener un código ético que incluya medidas razonables y apropiadas para prevenir conflictos de interés, así como publicar en sus informes los conflictos de interés potenciales que puedan tener con los emisores y las medidas aplicadas para gestionarlos.

El Código para la gobernanza externa (*Code for External Governance*), publicado por el Asociación Europea de Gestión de Fondos y Activos (European Fund and Asset Management Association, EFAMA) en abril de 2011, establece la recomendación a los inversores institucionales de que informen sobre cómo ejercitan los derechos de voto pertenecientes a las acciones que gestionan y si contratan los servicios de algún *proxy advisor*. Este código es solo de aplicación a los gestores que voluntariamente se adhieran a él.

En nuestro país, la normativa de instituciones de inversión colectiva y de fondos de pensiones establece que (i) el ejercicio del derecho de voto es obligatorio solo en determinados supuestos, atendiendo a la relevancia cuantitativa y estable de la participación y que (ii) cuando se ejerza deberá realizarse en beneficio exclusivo de los partícipes. Asimismo, en ambos casos, con independencia de la relevancia de la participación, están obligados a disponer de una política expresa de ejercicio del derecho de voto y a informar sobre ella en la documentación pública que se remite a los inversores. No hay referencia alguna a la utilización de asesores de voto.

La complejidad de la cartera de sociedades participadas de los inversores institucionales (múltiples entidades, sujetas a distintas jurisdicciones), unida a la circunstancia fáctica adicional de que la gran mayoría de las juntas generales de accionistas de todas las sociedades cotizadas (independientemente de la jurisdicción en la que operen) se concentran en una época del año determinada, hace que para que los inversores institucionales puedan cumplir con su deber de ejercer el derecho de voto de una forma adecuada deban emplear un volumen significativo de recursos. Con el

objetivo de reducir estos recursos, surge la oferta de los servicios prestados por las entidades asesoras de voto.

En efecto, el hecho de que el número de inversores institucionales que participan en una misma sociedad suele ser elevado y que sus necesidades de asesoramiento sean parecidas explica el hecho de que con la externalización de, por lo menos, parte del asesoramiento en los *proxy advisors* pueda lograrse un ahorro de costes significativo.

Como luego veremos, la misma complejidad que motiva que los inversores institucionales recurran a las entidades de asesoramiento de voto, especialmente, la alta concentración temporal de todas las juntas en un breve periodo de tiempo, explica en parte una de las cuestiones sobre las que más adelante reflexionaremos: la calidad técnica de las recomendaciones.

3 Servicios prestados por los *proxy advisors*

Los servicios prestados por los asesores de voto⁵ a los inversores institucionales pueden agruparse en dos grandes categorías. En la primera de ellas se incluirían aquellos servicios vinculados con el asesoramiento en relación con el ejercicio del derecho de voto por parte de los inversores institucionales. Los principales servicios pertenecientes a esta categoría consisten en la elaboración de informes dirigidos a los inversores institucionales que facilitan el ejercicio del voto en la Junta general de accionistas de las sociedades en las que participan; la emisión de recomendaciones de voto con carácter general para las propuestas de acuerdo en cada Junta de accionistas, con arreglo a las directrices diseñadas por el propio asesor de voto o a las directrices propias del inversor institucional; el análisis de la retribución de los consejeros ejecutivos y de los altos directivos y la emisión de los consiguientes informes o recomendaciones de voto; y, por último, el diseño de directrices de voto específicas para inversores institucionales. La segunda categoría agrupa aquellos otros servicios accesorios que se han desarrollado en torno a los anteriores, de índole predominantemente técnica, como por ejemplo el desarrollo de aplicaciones que controlan la asignación al inversor institucional de todos los derechos de voto que le corresponden, según su número de acciones, la correcta emisión de sus instrucciones de voto, o la conformidad de las mismas a sus políticas de voto, entre otros.

Además de estos servicios, que configuran el núcleo de la labor del *proxy advisor*, existen otros prestados por el grupo empresarial en el que, en su caso, se integra aquel y que son especialmente relevantes en los casos en que los destinatarios de dichos servicios no son los inversores institucionales. Así, por ejemplo, el grupo del que forma parte una importante entidad de asesoramiento de voto comercializa herramientas de soporte de decisiones de inversión y, desde otra de sus sociedades, presta asesoramiento a sociedades emisoras en materia de gobierno corporativo. Otro de los más importantes asesores en materia de voto es una sociedad controlada por un gran inversor institucional. Finalmente, otra destacada entidad de este tipo pertenece a una agencia de calificación crediticia.

5 Los servicios descritos en este apartado reflejan los servicios anunciados en las páginas web de los principales *proxy advisors* (ISS, Glass Lewis y Egan-Jones Proxy Services).

4 El mercado de los *proxy advisors*: principales operadores

El mercado de asesoramiento de voto está muy concentrado en Estados Unidos⁶. Según las fuentes disponibles⁷, dos operadores, Institutional Shareholder Services («ISS») y Glass, Lewis & Co («Glass Lewis»), absorben el grueso del mercado, con cuotas del 61% para el primero y del 37% para el segundo. A considerable distancia les siguen Egan-Jones Proxy Services y Marco Consulting Group, con una cuota conjunta de mercado en ese país situada en torno al 3%.

No existen datos fiables sobre la cuota de mercado de las firmas de *proxy advisor* europeas, aunque todas las fuentes consultadas apuntan a que la gran mayoría de los inversores institucionales más relevantes, de nacionalidad estadounidense, son asesorados por ISS o por Glass Lewis. Las firmas de asesoramiento más relevantes con sede en Europa son PIRC, Manifest e IVIS (en el Reino Unido), Proxinvest (en Francia) e Internet Voting Execution (IVOX) en Alemania.

Las razones que pueden explicar la alta concentración en el sector son fundamentalmente tres:

- a. En primer lugar, debido a las características del servicio, cuantos más informes o recomendaciones sobre un mismo emisor lleve a cabo una misma entidad de asesoramiento, menores serán sus costes por la realización de dichos trabajos (en la medida en que el análisis de distintos casos guarda claras similitudes), permitiéndole repercutir el ahorro de costes en el precio.
- b. En segundo lugar, y en relación con el punto anterior, un inversor institucional preferirá que todos los informes sean emitidos por un único o por un número reducido de firmas, debido al coste que para el inversor institucional implica asegurarse de que las directrices del *proxy advisor* contratado sean conformes a sus necesidades.
- c. En tercer lugar, el inversor institucional puede buscar en ocasiones obtener una suerte de seguro de responsabilidad (o reputacional) al contratar los servicios de determinadas entidades de asesoramiento, lo que da lugar de forma natural a estructuras oligopolísticas, como ocurre por ejemplo en el caso de las agencias de calificación de riesgos.

De hecho, el único factor que juega en sentido contrario, esto es, a favor de una mayor dispersión del negocio, es el hecho de que los inversores institucionales suelen contratar a más de una firma de asesoramiento para contrastar sus análisis o incrementar el efecto aseguramiento anteriormente mencionado.

6 Véase el informe de la OCDE sobre *Corporate Governance and the financial crisis: Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*, párrafo 86. Disponible en <http://www.oecd.org/dataoecd/53/62/44679170.pdf>.

7 Véase T. Belinfanti, *The proxy advisory and corporate governance industry: The case for increased oversight and control*, disponible en <http://ssrn.com/abstract=1557744>.

5 Influencia de las recomendaciones

La medición de la influencia de las recomendaciones de voto formuladas por las entidades de asesoramiento en las decisiones adoptadas por los inversores institucionales es una labor muy compleja. Por una parte, porque determinar el orden de la causalidad en las relaciones de influencia no es sencillo, pues no se puede descartar que la opinión del inversor institucional condicione también la del *proxy advisor*. Por otro lado, es difícil determinar en la práctica en qué medida el inversor institucional hubiera emitido, o no, el mismo voto si la recomendación hubiera sido otra y hasta qué punto el inversor institucional confía en la recomendación emitida por el *proxy advisor*. Así, en ocasiones se ha señalado que lo que pretenden los inversores institucionales al contratar a una o a varias entidades de asesoramiento de voto es conocer la información que subyace en la recomendación propuesta, para adoptar una decisión de forma autónoma. El hecho de que el inversor institucional, basándose en la información explicativa de la recomendación, recopilada por la firma de asesoramiento, llegue a la misma conclusión sería uno de los supuestos en los que la influencia del asesor debería considerarse relativa.

Tratando de ofrecer una aproximación cuantitativa de la influencia del voto en sociedades estadounidenses, algunos autores han estimado que las recomendaciones de las dos principales firmas de asesoramiento de voto en aquel país pueden tener un impacto de entre el 6% y el 10% de los derechos de voto de los inversores institucionales (entendiendo como tal el número de inversores institucionales que no llevan a cabo ningún tipo de análisis propio y emiten automáticamente su voto en el mismo sentido que la recomendación)⁸.

Por su parte, los inversores institucionales españoles no suelen utilizar los servicios de los *proxy advisors* para definir el sentido del voto. Según datos de una encuesta realizada en el año 2011 a trece inversores institucionales y entidades españolas que gestionan alrededor de cuatro mil millones de euros en renta variable en España, el 62% manifestó no tomar en consideración las recomendaciones de voto realizadas por estos asesores en ningún caso, mientras que un 15% afirmó utilizar dichas recomendaciones exclusivamente para las juntas generales de accionistas de sociedades cotizadas no domiciliadas en España⁹.

Un reciente estudio que ha analizado el comportamiento de 60 inversores institucionales extranjeros presentes en gran parte de las sociedades cotizadas que componen el Ibex 35 durante las temporadas de juntas generales de accionistas de 2009, 2010 y 2011 revela los siguientes datos¹⁰:

8 Véase S. Choi, J.E. Fisch y M. Kahan, *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?*, artículo publicado por la Escuela de Derecho de la Universidad de Pennsylvania, disponible en <http://www.law.upenn.edu/cf/faculty/jfisch/>.

9 «El reto del Buen Gobierno. Examen de la política de voto de las instituciones de inversión colectiva en las sociedades en las que invierten». Encuesta exclusiva elaborada por Georgeson, Cuatrecasas Gonçalves Pereira y la Revista Funds People. Entidades encuestadas: Ahorro Corporación Gestión, Aviva Gestión, BBVA AM, Cajastur Gestión, CatalunyaCaixa Inversió, EDM Gestión, Gesconsult, IberCajaGestión, March Gestión, Popular Gestión, Renta 4 y Santander AM. Edición de septiembre de 2011.

10 Véase *El Gobierno Corporativo y los Inversores Institucionales*, Georgeson – Cuatrecasas, Gonçalves Pereira, edición 2012. Las principales fuentes de información utilizadas fueron las siguientes: *voting records* de los inversores institucionales disponible para las temporadas de juntas de 2009, 2010 y 2011; fuentes de información internas de Georgeson; y la plataforma de ISS Institutional Voting Tracking.

- i A la firma más representativa la siguen cincuenta y cinco inversores institucionales de los sesenta analizados; el segundo *proxy advisor* más seguido lo es por diez inversores institucionales, y el tercero por nueve.
- ii Respecto de los inversores analizados que siguen a la primera firma de asesoramiento de voto, el estudio analizó el nivel de impacto efectivo que tienen sus recomendaciones sobre las decisiones de voto. Así, para el 30,9% de los inversores que siguen a dicho asesor, sus decisiones sobre el sentido de su voto dependen en un alto grado de las recomendaciones realizadas por este. Para el 69% restante sus recomendaciones son tomadas como referencia para el análisis interno, sin que sean determinantes.
- iii De los diecisiete inversores que tienen una alta dependencia del primer *proxy advisor*, solamente tres de ellos se han desviado de sus recomendaciones en España durante los años 2009 a 2011. Por otro lado, de los treinta y ocho inversores que utilizan a dicha entidad de asesoramiento como referencia, veintiocho de ellos se han desviado alguna vez de sus recomendaciones durante ese mismo periodo.

Dado que los principales usuarios de los servicios prestados por las entidades de asesoramiento de voto son los inversores institucionales, la influencia de las recomendaciones de voto depende en gran medida de la participación de aquellos en el accionariado de los emisores españoles. En este sentido, debe tenerse en cuenta que el mercado bursátil español es un mercado fuertemente concentrado. Según los datos publicados por la CNMV en sus informes de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercado secundarios oficiales y en el Ibex 35, en el año 2010, en el 28,1% de las sociedades cotizadas (31,4% en el Ibex 35) existía alguna persona, física o jurídica, que poseía la mayoría de los derechos de voto o que ejercía o podía ejercer el control. En el año 2010, el número de sociedades en las que la suma de participaciones significativas¹¹ junto con los paquetes accionariales en poder del Consejo superaban el 50% del capital representaban el 76,5% (75% en 2009). En el Ibex 35, esto ocurría en once de sus 35 sociedades.

En este contexto, la influencia de las entidades de asesoramiento de voto en los emisores españoles puede venir matizada, en algunos casos, por la menor relevancia del voto de los inversores institucionales sobre sus decisiones. Así, según el servicio de estudios de Bolsas y Mercados Españoles¹², que cita datos facilitados por FactSet correspondientes al segundo trimestre de 2011, el valor de las participaciones de los inversores institucionales (fondos de inversión, fondos de pensiones o compañías de inversión mobiliaria) en empresas del Ibex 35 alcanzaba los 120.382 millones de dólares. Considerando una capitalización del total de las compañías del Ibex 35 de aproximadamente 320.000 millones de euros (a principios de 2012¹³), el porcentaje

11 Asumimos que un inversor institucional que posee una participación significativa no empleará los servicios de un *proxy advisor* o que, en caso de hacerlo, llevará a cabo un proceso interno de análisis del sentido del voto mucho más exhaustivo que si su participación fuera no significativa.

12 Los datos han sido extraídos del artículo «Las compañías del Ibex 35 presentes en 10.000 fondos mundiales», elaborado por el servicio de estudios de Bolsas y Mercados Españoles, en el número correspondiente al tercer trimestre de 2011 de la *Revista de Bolsas y Mercados Españoles*.

13 Publicado el 14 de enero de 2012 en el diario *Expansión*, «El Ibex gana un 215% en 20 años».

de capital en manos de inversores institucionales no llegaría a un tercio del total¹⁴. Esta cifra dista mucho del porcentaje que los inversores institucionales alcanzan en las compañías cotizadas en Estados Unidos, donde, como se ha señalado, una mayoría muy significativa del capital social de las principales compañías de mayor tamaño está en manos de inversores institucionales.

No obstante lo anterior, la creciente influencia de las firmas de asesoramiento en las decisiones adoptadas por las juntas de las sociedades cotizadas españolas en los últimos años es clara. Concretamente, esa influencia es más importante en sociedades con un capital flotante elevado y especialmente significativa en sociedades españolas que, como consecuencia de la normativa específica que regula sus actividades, cuentan con especiales limitaciones para la participación en su capital social o para el ejercicio de derechos políticos por los accionistas, como es el caso de los operadores de las redes de transporte de electricidad y de gas. En dichas sociedades, las recomendaciones de los *proxy advisors* pueden llegar a ser determinantes de la aprobación o rechazo de las propuestas del Consejo de administración.

Esto último ha dado lugar a una creciente preocupación por parte de los emisores españoles por las recomendaciones de estos asesores. Por ello, se ha convertido en práctica habitual de las secretarías de los consejos y de las unidades de relación con inversores de muchos emisores españoles visitar a las principales entidades de asesoramiento de voto o mantener contactos con ellos, antes de la celebración de cada Junta general, para explicar las propuestas que se someten a la consideración de la Junta. Esta práctica se está ampliando también a la relación directa con los responsables del voto en inversores institucionales más significativos.

6 Conflictos de interés

Tal y como se ha indicado anteriormente, el deber de los inversores institucionales de ejercer el derecho de voto asociado a sus acciones forma parte del deber fiduciario que estos tienen frente a sus partícipes. En el mismo sentido, cuando los inversores institucionales contratan los servicios de los *proxy advisors*, buscan que estos les recomienden en qué sentido deben votar, en última instancia, para satisfacer el interés de sus partícipes¹⁵.

Cuando dicho interés no está alineado con el interés de la firma de asesoramiento de voto se produce una situación de conflicto de interés y surge el riesgo de que la recomendación no sea acorde con el interés del inversor institucional, y por ende del de sus partícipes (es decir, que prevalezca el interés del *proxy advisor*).

14 Ello no obstante, según algunas fuentes (*Revista Capital*, marzo de 2011, «Grandes inversores institucionales», que a su vez cita a Bolsas y Mercados Españoles), las compraventas de acciones en las que intervinieron inversores institucionales representaron más del 75% del total en 2010.

15 Debe recordarse que el riesgo inherente al ejercicio del derecho de voto corresponde a los partícipes de los inversores institucionales, puesto que son ellos quienes sufren sus efectos, si bien la responsabilidad corresponde a los gestores del inversor institucional, puesto que es a este al que le corresponde decidir sobre cómo ejercer dicho derecho, a la vista de los intereses de aquellos. Al producirse el conflicto de interés, existe el peligro de disociación entre el riesgo y la responsabilidad, que retienen los partícipes y el inversor institucional, y el poder de decisión, que de facto podría asumir el *proxy advisor*.

Así, la independencia y la imparcialidad de criterio de las entidades de asesoramiento de voto pueden verse amenazadas por:

- a. La prestación de otros servicios a los emisores o a otros accionistas del emisor. En ocasiones, las firmas de asesoramiento de voto proporcionan servicios de asesoramiento a las sociedades emisoras, indicándoles por ejemplo qué aspectos deben mejorar en sus sistemas de gobierno corporativo para recibir una opinión favorable de las entidades de asesoramiento de voto (incluso de la que les presta los servicios). En esos casos, la entidad que ha prestado este tipo de servicios podría estar interesada en que las recomendaciones de voto que luego se emitan sean favorables, de forma que estas corroboren la validez del asesoramiento prestado al emisor. De esta forma, a la hora de emitir recomendaciones de voto en relación con entidades a las que haya prestado servicios de asesoramiento en materia de gobierno corporativo, el *proxy advisor* podría incurrir en un potencial conflicto de interés. En el caso particular de la entidad de asesoramiento de voto señalada anteriormente como proveedor de servicios de asesoramiento a emisores, tal entidad trata de prevenir el conflicto de interés publicando información detallada en su página web acerca de la existencia del potencial conflicto y de los mecanismos diseñados para evitarlo, incluyendo murallas chinas que implican la separación legal, física y tecnológica de la división de servicios de asesoramiento de voto y la división de asesoramiento sobre gobierno corporativo.
- b. La integración en un grupo empresarial en el que los objetivos de la matriz pueden ser incompatibles con la independencia y objetividad de criterio de las entidades de asesoramiento de voto. Por ejemplo, el socio de control de una de las principales firmas de este tipo es un inversor institucional y el de otra es una entidad de calificación crediticia. El conflicto de intereses en este caso proviene de la vinculación dominical existente entre la entidad de asesoramiento de voto y su accionista o grupo de control que, a su vez, puede tener otro tipo de prioridades o incentivos.
- c. La titularidad de un interés personal en la sociedad cotizada, como puede ser la tenencia de acciones por parte de la firma de asesoramiento de voto y de las personas vinculadas a esta en una sociedad que esté siendo objeto de análisis.
- d. Finalmente, pueden surgir también situaciones de conflicto por asesorar sobre el voto en relación con sociedades que, a su vez, participan directa o indirectamente en el capital de otra sociedad cotizada.

Estas consideraciones pueden llevar a cuestionar la independencia de las entidades que prestan este tipo de servicios respecto de los emisores, de sus clientes o de otros accionistas.

7 Calidad técnica de las recomendaciones

Junto con la existencia de conflictos de interés, otra de las preocupaciones puestas de manifiesto en relación con el trabajo de los *proxy advisors* son los posibles errores

materiales que éstos cometen a la hora de emitir sus recomendaciones de voto. El problema reside también aquí en que la recomendación no atienda al interés del inversor institucional ni al de sus partícipes, aunque en este supuesto la causa de ello sea un mero error.

La experiencia acumulada ha permitido identificar las principales causas que impactan negativamente en la calidad técnica de las recomendaciones y que ocasionan dichos errores. La primera de dichas causas es la ausencia de contactos regulares entre las firmas de asesoramiento de voto y los emisores. En términos generales, las primeras no tienen programados contactos regulares con los emisores, aunque en ocasiones estos se producen. Los contactos entre dichas entidades y los emisores permiten, por ejemplo, que estos puedan comunicar errores cometidos en las recomendaciones emitidas por las primeras, o lograr evitar una recomendación negativa contrayendo ciertos compromisos de futuro. La ausencia de criterios homogéneos que rijan dichas relaciones dificulta la interacción entre *proxy advisors* y emisores. Las entidades de asesoramiento que no llevan a cabo ningún tipo de contacto con los emisores con carácter previo a la formulación de sus recomendaciones argumentan que ello refuerza la independencia de su labor y mitiga el riesgo de que los emisores traten de efectuar cualquier tipo de presión para modificar las recomendaciones.

En segundo lugar, las principales firmas de asesoramiento de voto suelen basar sus directrices de voto en los principios de gobierno corporativo de sus países de origen (generalmente, los principios propios del modelo de gobierno corporativo anglosajón). Dichos principios responden a una problemática y a unas necesidades características de un mercado societario mucho menos concentrado que el español. Así, por ejemplo, pueden señalarse las directrices de una de las principales entidades de asesoramiento de voto en relación con el número de consejeros independientes (al menos la mitad) y con la separación de cargos de presidente del Consejo de administración y de primer ejecutivo. Ambas recomendaciones son estándares en Estados Unidos¹⁶ y en el Reino Unido¹⁷, mercados menos concentrados, en los que los potenciales conflictos se corresponden normalmente con la posición de los administradores y el conjunto de los accionistas. En mercados con un accionariado más concentrado, como el español, puede carecer de sentido aplicar los mismos patrones.

Otro aspecto preocupante para los emisores españoles es la divergencia de criterios de buen gobierno corporativo por los que se guían las firmas de asesoramiento de voto internacionales para la elaboración de sus informes y sus recomendaciones de voto y los que están vigentes en España (contenidos en el Código Unificado de Buen Gobierno Corporativo) o en la propia Unión Europea. Con carácter general,

16 Entre otros principios de gobierno corporativo promovidos por la Asociación Nacional de Administradores Corporativos norteamericana (*Key agreed principles to strengthen corporate governance for U.S. publicly traded companies*, publicado por la National Association of Corporate Directors en 2008), se establece que la mitad de los miembros del Consejo de administración deben ser independientes y que el cargo de presidente del Consejo no debe recaer en el consejero delegado (obligando a las sociedades a dar una explicación cuando ello no sea así).

17 En el código de gobierno corporativo (*UK Corporate Governance Code*) publicado por el regulador británico en este ámbito (el Financial Reporting Council) se establece igualmente que las funciones de presidente del Consejo de administración y de consejero delegado deben recaer en personas distintas y que, excepto para las pequeñas sociedades, al menos la mitad de sus consejeros deben ser independientes.

puede afirmarse que los criterios seguidos por una de las principales firmas del sector (que hace públicas sus directrices de voto) son más restrictivos que los de la legislación y las recomendaciones de gobierno corporativo aplicables en España. Por ejemplo¹⁸, mientras que la Ley de Sociedades de Capital permite plazos de duración del mandato de los administradores de seis años, este *proxy advisor* recomienda votar en contra de nombramientos o reelecciones por periodos superiores a cuatro años.

Por otro lado, los emisores aluden en ocasiones a la falta de publicación de las directrices de voto. Ni las recomendaciones son, con carácter general, públicas, ni lo son tampoco en numerosas ocasiones las directrices en las que se basan. Si bien es fácil comprender que el contenido de las recomendaciones no sea público (la mayoría de los operadores únicamente publican un número limitado de informes de recomendaciones como reclamo publicitario), dado que la fuente de ingresos de las firmas de asesoramiento de voto proviene principalmente de la venta a los inversores institucionales de la información contenida en dichos informes, más difícil resulta entender la falta de publicación de las directrices. La ausencia de publicación de las directrices con arreglo a las cuales se emiten las recomendaciones impide a los emisores poder analizarlas o revisarlas y, por tanto, detectar si la recomendación es acorde con las directrices del *proxy advisor* o si se trata de un error material. En Europa, siguiendo la recomendación establecida por la autoridad reguladora francesa (AMF) en marzo de 2011¹⁹, que determina que los *proxy advisors* deben hacer públicas las directrices en base a las cuales emiten sus recomendaciones de voto, la firma de asesoramiento Proxinvest publica sus directrices de voto. No obstante, aun así, se trata de directrices poco concretas.

Por último, como ya se ha señalado anteriormente, la gran mayoría de las juntas generales de accionistas de todas las sociedades cotizadas se concentran en una época del año determinada. Asimismo, sobre todo en Europa, el marco regulatorio que afecta a dichas sociedades es muy heterogéneo. Ello complica la organización de los medios humanos de las entidades de asesoramiento de voto, ya que deben emplear un gran número de recursos durante un periodo de tiempo muy limitado. A este respecto, la doctrina anglosajona y algunos emisores coinciden en señalar que uno de los problemas que perjudica a la calidad técnica de las recomendaciones es la falta de cualificación técnica o de experiencia necesaria de los analistas que las elaboran.

8 Alternativas de regulación

Confrontados con los posibles conflictos de intereses y las áreas de mejora en la provisión de servicios por parte de las entidades de asesoramiento de voto, algunos especialistas han identificado varias opciones para la regulación de estas entidades, tal y como se detalla a continuación.

Una primera opción sería la de no tomar ninguna medida respecto de estas entidades, ya sea en el orden nacional o europeo, de tipo vinculante o no. Esta opción po-

18 Extraído a partir del documento *2012 European proxy voting summary guidelines*, publicado por ISS el 19 de diciembre de 2011, y disponible en http://www.issgovernance.com/policy/2012/policy_information.

19 Recomendación número 2011-06, de 18 de marzo de 2011, sobre *proxy advisors*.

dría estar justificada por el hecho de que la prestación de servicios de asesoramiento de voto es un fenómeno relativamente reciente y embrionario en Europa, por lo que cualquier limitación de dicha actividad mediante el establecimiento de códigos de conducta o de normas de obligado cumplimiento podría resultar, no solo innecesaria, sino también perturbadora para el desarrollo del mercado en formación, creando barreras de entrada para nuevas entidades y limitando la competencia en un mercado actualmente muy concentrado. Otro argumento que apoyaría esta opción sería la falta de una evidencia definitiva sobre el grado de influencia de las recomendaciones de voto de los *proxy advisors*²⁰.

Esta es la alternativa que se ha seguido hasta ahora tanto por el ordenamiento comunitario como en el plano nacional por la mayoría de los Estados Miembros de la Unión Europea, incluyendo España. Como contrapunto a esta inacción regulatoria, en ocasiones se argumenta que tanto en España como en Europa la utilización de los servicios de asesoramiento de voto se está extendiendo y, en relación con ello, que no existen hoy mecanismos adecuados para controlar los conflictos de interés a los que se ven sometidos o la calidad técnica de su trabajo. Por otra parte, podría ser deseable al menos una mínima convergencia hacia el modelo implantado en los Estados Unidos, así como hacia las iniciativas que algunos países europeos han empezado a desarrollar.

La segunda opción regulatoria consistiría en fomentar desde la Unión Europea la aprobación de un código de estándares de conducta de adhesión voluntaria para las firmas de asesoramiento de voto que favorezca el desarrollo de su actividad en condiciones de mercado y que contribuya a solucionar los problemas asociados a su trabajo. La eficacia de una propuesta de autorregulación como la del código de conducta descansaría sobre el riesgo reputacional al que se verían sometidas las entidades que no se adhirieran al mismo. Teniendo en cuenta que muchas empresas de asesoramiento de voto se apoyan ya en sus propias directrices internas para la realización de su actividad, podría cuestionarse que el impulso de una alternativa sectorial fuera a tener una gran acogida entre sus destinatarios. En todo caso, aunque la tuviera, podría existir el riesgo de que la entidad de asesoramiento de voto predominante (que, como hemos visto, es mucho más grande que sus competidoras) impusiera sus propias reglas a los demás participantes, incorporando al código de conducta –de forma prácticamente unilateral– normas imposibles de asumir o inadecuadas para entidades de menor tamaño. Al mismo tiempo, el intento de lograr un consenso entre todas las partes implicadas podría determinar que se rebajaran los estándares exigibles a todas las entidades de asesoramiento de voto con el fin de adaptarse a las características y necesidades de las entidades con menos recursos técnicos y materiales. Por ello, parece razonable pensar que se precisan normas vinculantes o que, al menos, tengan un cierto carácter de obligatoriedad para poder cumplir con los objetivos.

Una tercera opción regulatoria consistiría en la adopción por la Unión Europea de medidas tendentes a regular o supervisar la actividad de los *proxy advisors* a través

20 Véanse Choi, Fisch y Kahan, *op. cit.*; M.C. Schouten, *Do Institutional Investors Follow Proxy Advice Blindly?*, disponible en <http://ssrn.com/abstract=1978343>; o la guía de Georgeson y Cuatrecasas *Lo que las sociedades cotizadas deben saber para las temporadas de juntas generales de accionistas de 2011-2012: el gobierno corporativo y los inversores institucionales* (edición de 2012), disponible en <http://www.georgeson.it/images/Seminars/Booklet.pdf>.

de un código de recomendaciones no vinculantes (*soft law*). El contenido de este código podría variar en función de su grado de voluntariedad (por ejemplo, un conjunto de directrices formuladas por ESMA, de adhesión voluntaria, o bien un código europeo de buenas prácticas presidido por el principio de «cumplir o explicar») y de sus destinatarios (dirigido a las propias firmas de asesoramiento de voto o bien a los inversores institucionales, incidiendo así de forma indirecta en la actividad de las primeras).

Una última opción regulatoria sería la de regular directamente la actividad de los asesores de voto en Europa mediante el establecimiento de un sistema europeo de registro y supervisión, así como de mecanismos normativos que incentivaran una gestión adecuada de los conflictos de interés, un aumento de la transparencia de sus actividades y de las metodologías y criterios que aplican y una mayor calidad de las recomendaciones de voto, haciendo énfasis en la necesidad de disponer de personal cualificado y de procedimientos apropiados. Esta opción podría resultar desproporcionada en el momento actual, puesto que no parece existir una evidencia concluyente sobre el grado de influencia efectivo de las firmas de asesoramiento de voto ni sobre los efectos negativos que en la práctica pueden tener los posibles problemas asociados con su actividad, lo que parece incompatible con la adopción de medidas legislativas inmediatas.

En el mismo sentido, el establecimiento de normas de obligado cumplimiento para los *proxy advisors* no se correspondería ni con las iniciativas recientemente tomadas por otros países europeos como Reino Unido o Francia, de naturaleza no vinculante, ni con el marco de gobierno corporativo europeo, de carácter nacional y basado en el principio de «cumplir o explicar», lo que podría determinar que se impusieran medidas más estrictas a las entidades de asesoramiento de voto que a los propios emisores e inversores institucionales. Finalmente, la introducción de medidas legislativas podría tener un impacto negativo sobre el nivel de crecimiento y competencia en el mercado europeo de servicios de asesoramiento de voto, introduciendo mayores barreras de entrada a las ya existentes.

9 Conclusiones

La conclusión del grupo de expertos constituido a iniciativa de la CNMV fue que la formulación por parte de ESMA de un código europeo dirigido directamente a los *proxy advisors* sujeto al principio de «cumplir o explicar» era la opción regulatoria más razonable. Dicho código, similar a la recomendación n° 2011-06 de la AMF sobre las agencias de asesoramiento de voto en Francia, debería establecer un marco comunitario armonizado para esta actividad con el fin de someterla a determinados estándares y principios generales de actuación que aseguren el desempeño de sus servicios de asesoramiento en defensa de los intereses de sus clientes, dentro de un marco de flexibilidad.

En cuanto al ámbito subjetivo de aplicación de dicho código, se descartó la inclusión de recomendaciones dirigidas a los inversores institucionales, como usuarios de los servicios de asesoramiento de voto, por entender que su marco regulatorio ya recoge estrictas obligaciones en materia de ejercicio de los derechos de voto. Así, la efectivi-

dad del código estaría ligada al riesgo reputacional al que podrían verse sometidos los *proxy advisors* en caso de que no cumplieran las recomendaciones establecidas por ESMA y no proporcionaran ninguna explicación al respecto, lo que podría redundar en un desvío de clientes hacia otras entidades que sí las cumplieran.

La principal ventaja de esta alternativa es que, a la vez que se ofrece un marco comunitario armonizado, se deja cierta flexibilidad a la industria en comparación con la alternativa de la regulación positiva. En este sentido, el hecho de que el código estuviese presidido por el principio de «cumplir o explicar» daría un margen a las firmas de asesoramiento de voto para adaptarlo a sus normas internas y estándares locales de gobierno corporativo, ya que estas entidades tendrían la posibilidad de cumplir con las recomendaciones aplicables o apartarse de ellas, si fuera necesario, en función de las especificidades de su negocio o de las diferentes prácticas y estándares de mercado de las distintas jurisdicciones, explicando dichas desviaciones. Asimismo, la adopción de un código europeo de estas características es la opción que estaría más en línea con la regulación actual del gobierno corporativo en Europa, que en general se recoge en códigos nacionales con recomendaciones voluntarias de carácter no vinculante.

El código de autorregulación contendría las medidas necesarias para solucionar o tratar de mitigar las dos cuestiones fundamentales antes indicadas en este artículo en relación con la actividad de las entidades de asesoramiento de voto: los conflictos de interés y la calidad técnica de las recomendaciones. En relación con la primera cuestión, el código debería contener una serie de obligaciones de información, incluyendo las relativas a las principales fuentes de ingresos de las firmas que prestan este tipo de asesoramiento, su estructura de propiedad, las directrices generales de voto y la forma de gestionar los conflictos de interés.

Por otro lado, el código debería contener una serie de medidas destinadas a optimizar la calidad técnica de las recomendaciones de voto, con vistas a evitar errores operativos, incluyendo el establecimiento de requisitos de cualificación profesional y técnica a los profesionales de las entidades de asesoramiento de voto, o la entrega del borrador de las recomendaciones al emisor antes de su publicación, a fin de que aquel tenga la oportunidad de corregir errores o aclarar o precisar aspectos en los que pueda existir algún tipo de controversia.

Con el objeto de facilitar la evaluación por el mercado de la actividad de los *proxy advisors*, el código debería exigir a las entidades adheridas o sujetas, según el caso, la emisión de informes anuales en los que expliquen el grado de cumplimiento de sus recomendaciones.

Finalmente, sería necesario dotar al código de la máxima publicidad y difusión para favorecer la adhesión al mismo por parte de las entidades de asesoramiento de voto, al tratarse en su mayoría de sociedades que no están establecidas en la Unión Europea y que no están sometidas por tanto a la supervisión de ESMA, así como para facilitar su conocimiento por el conjunto de los emisores y de los inversores y, con ello, su propia efectividad práctica.

IV Anexo legislativo

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

- **Real Decreto-Ley 6/2012, de 9 de marzo**, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos.

Este Real Decreto-Ley establece una serie de medidas en relación con los deudores hipotecarios que se encuentren situados bajo el denominado «umbral de la pobreza». De esta manera, los beneficiarios de las medidas establecidas serán personas que se encuentren en una situación profesional y patrimonial que les impida hacer frente a sus obligaciones hipotecarias y a las elementales necesidades de subsistencia.

Las medidas establecidas consisten, principalmente, en diversos mecanismos conducentes a permitir la reestructuración de la deuda hipotecaria en atención a las extraordinarias dificultades que los deudores encuentran para atender a su pago, así como en establecer la flexibilización de la ejecución de la garantía hipotecaria.

El modelo de protección diseñado gira en torno a la elaboración de un Código de buenas prácticas al que, voluntariamente, podrán adherirse las entidades de crédito y demás entidades que, de manera profesional, realizan la actividad de concesión de préstamos o créditos hipotecarios, y cuyo seguimiento por aquellas será supervisado por una comisión de control integrada por representantes del Ministerio de Economía y Competitividad, el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Asociación Hipotecaria Española.

El Código de Buenas Prácticas incluye tres fases de actuación:

- Fase de reestructuración viable de la deuda hipotecaria.
- Fase de quita sobre el conjunto de la deuda, con carácter potestativo para las entidades y como complemento a la anterior fase.
- Fase de dación en pago como medio liberatorio de la deuda, con carácter facultativo para los deudores y de aceptación obligatoria para las entidades, si con ninguna de las dos fases anteriores se ha reducido el esfuerzo hipotecario del deudor.

Igualmente, se moderan los tipos de interés moratorios aplicables a los contratos de crédito o préstamo hipotecario, para disminuir la carga financiera generada en casos de impago de los deudores protegidos.

Estas medidas se complementan con otras modificaciones legales de índole procesal y fiscal, consistentes en simplificar el procedimiento de ejecución extrajudicial y establecer exenciones fiscales para las escrituras públicas de formalización de las novaciones contractuales que se produzcan al amparo del Código de buenas prácticas.

- **Real Decreto-ley 9/2012, de 16 de marzo**, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital.

Mediante este Real Decreto-Ley se incorporan al Derecho español varias directivas comunitarias y se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio y la Ley 3/2009, de 3 de abril, de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

En materia de fusiones y de escisión se simplifica para determinados casos el número o el contenido de los documentos que han de ser puestos a disposición de los socios y se agiliza estas operaciones societarias encauzando la publicidad previa al acuerdo de fusión a través de la página web de las sociedades de capital como alternativa al depósito de los proyectos de fusión y escisión en el Registro Mercantil.

Se completa el régimen jurídico de la página web de las sociedades cotizadas, regulando su creación, modificación, traslado y supresión y los deberes de los administradores respecto de lo insertado en ella, y se disciplinan las cuestiones referentes a la interrupción del acceso. Igualmente, se realiza una previsión expresa de la posibilidad de realizar comunicaciones electrónicas entre la sociedad y los socios, incluida la remisión de documentos e información cuando el socio lo hubiera aceptado expresamente.

Otra de las modificaciones realizadas al Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital consiste en añadir nuevas excepciones a la exigencia de un informe de experto independiente para la valoración de las aportaciones no dinerarias en la sociedad anónima.

Finalmente, este Real Decreto-Ley 9/2012, en relación con el derecho de oposición de los acreedores, establece que si la fusión se hubiera llevado a cabo no obstante el ejercicio, en tiempo y forma del derecho de oposición, sin prestación de garantía por parte de la sociedad, el acreedor puede solicitar del Registro Mercantil que, por nota al margen de la inscripción practicada, se haga constar el ejercicio de ese derecho, pudiendo presentar dentro de los seis meses siguientes demanda ante el Juzgado de lo Mercantil contra la sociedad absorbente o contra la nueva sociedad solicitando la prestación de garantía del pago del crédito.

Igualmente, modifica las normas relativas al derecho de separación de los socios en caso de fusión transfronteriza y de traslado del domicilio social al extranjero.

- **Real Decreto-Ley 10/2012, de 23 de marzo**, por el que se modifican determinadas normas financieras en relación con las facultades de las Autoridades Europeas de Supervisión.

Las medidas contempladas en este Real Decreto-Ley, que transpone una Directiva comunitaria e introduce modificaciones en varias normas –entre ellas, la Ley del Mercado de Valores–, tienen como fin adaptar el esquema nacional de

supervisión a las obligaciones derivadas del Derecho de la Unión Europea, que establecen un nuevo marco europeo de supervisión provisto de aquellos instrumentos que se consideran imprescindibles para evitar la reproducción de prácticas financieras que estuvieron en el origen de la crisis económica.

Con este objetivo de reforzar y unificar el marco legal de supervisión, se establecen obligaciones de cooperación y colaboración entre las Autoridades Europeas de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea, Autoridad Europea de Valores y Mercados y Autoridad Europea de Seguros y Pensiones) y sus homólogos en cada país (en el caso de España, el Banco España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones).

Se establece la obligación de comunicar y notificar, dentro de su ámbito de competencia, determinadas informaciones y actuaciones a estas autoridades supervisoras europeas. Así, este Real Decreto-Ley introduce la obligación de cooperación del Banco de España, la CNMV y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones para el intercambio de información de carácter confidencial. Además, establece mecanismos para la comunicación, entre otras cuestiones, de determinadas sanciones impuestas a entidades supervisadas, así como la comunicación de la firma de acuerdos de colaboración entre autoridades de supervisión.

Por otra parte, se implantan procedimientos de información en caso de emergencias financieras en los países miembros y se introduce la posibilidad de mediación vinculante por parte de las Autoridades Europeas de Supervisión en la toma de decisiones conjuntas entre supervisores de los Estados Miembros.

- **Real Decreto-Ley 17/2012, de 4 de mayo**, de medidas urgentes en materia de medio ambiente.

El artículo cuarto de este Real Decreto-Ley modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, modificación que tiene como causa el Reglamento (UE) nº 1210/2011 de la Comisión, de 23 de noviembre de 2011, modificativo del Reglamento de subastas, para determinar el volumen de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero por subastar antes de 2013.

Esta modificación de la Ley del Mercado de Valores, que consiste en añadir la Disposición Adicional Vigésimo Primera, responde a la necesidad de que los Estados Miembros aseguren que las medidas nacionales que trasponen la normativa sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado son de aplicación a las personas responsables del incumplimiento del régimen relativo al abuso de mercado aplicable a productos subastados distintos de los instrumentos financieros, en relación con subastas celebradas en su territorio o fuera de él. Para ello, se permite a las entidades financieras concurrir a las subastas por cuenta propia o en nombre de clientes, se dota a la CNMV de facultades de supervisión, inspección y sanción en relación con las conductas relativas al abuso de mercado, se establecen las infracciones a estas conductas y se introducen los deberes de cooperación de la CNMV con otras autoridades competentes. Con esta modificación, la legislación financiera española queda adaptada ante el inminente comienzo de las subastas de derechos.

- **Real Decreto-Ley 18/2012, de 11 de mayo**, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero.

Esta disposición trata de disipar las incertidumbres que vienen dificultando la normalización del sector financiero español y la recuperación de su función canalizadora del ahorro a la economía real. En la misma línea marcada por el Real Decreto-Ley 2/2012, de 3 de febrero (que incorporó medidas de reforzamiento de provisiones y de capital), este Real Decreto-Ley establece requerimientos de cobertura adicionales, por el deterioro de las financiaciones vinculadas a la actividad inmobiliaria clasificadas como en situación normal.

Por otro lado, se establecen disposiciones para asegurar el cumplimiento de los nuevos requerimientos en coherencia con los plazos establecidos en el Real Decreto-Ley 2/2012, de 3 de febrero, para lo cual las entidades de crédito habrán de presentar al Banco de España un plan en el que detallen las medidas que tienen previsto adoptar para dicho cumplimiento. Además se establece un mecanismo de flexibilización del plazo de cumplimiento de los nuevos requerimientos de provisiones para aquellas entidades que vayan a acometer procesos de integración, que dispondrán de un plazo adicional de doce meses.

Por otro lado, se prevé la constitución de sociedades a las que las entidades de crédito deberán aportar todos los inmuebles adjudicados o recibidos en pago de deudas relacionadas con el suelo para la promoción inmobiliaria y con las construcciones o promociones inmobiliarias.

Por último, se prevé un tratamiento excepcional de las participaciones preferentes y otros instrumentos análogos, de tal manera que las entidades con pérdidas o dificultades de solvencia puedan diferir el pago de la remuneración prevista y afrontarlo cuando su situación patrimonial mejore.

V Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ²
IMPORTES EFECTIVOS³ (millones de euros)								
Total	11.390,7	16.012,7	17.317,5	4.797,6	6.336,5	2.946,5	3.374,4	2.295,4
Ampliaciones de capital	11.388,7	15.407,0	17.221,5	4.797,6	6.336,5	2.850,5	3.374,4	2.295,4
De ellas, mediante OPS	17,3	958,7	6.441,3	3.696,4	8,4	2.736,6	880,7	0,0
Tramo nacional	14,9	61,6	6.031,7	3.338,8	8,4	2.684,6	880,7	0,0
Tramo internacional	2,5	897,2	409,6	357,5	0,0	52,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1,9	605,7	96,0	0,0	0,0	96,0	0,0	0,0
Tramo nacional	1,9	79,1	94,8	0,0	0,0	94,8	0,0	0,0
Tramo internacional	0,0	526,7	1,2	0,0	0,0	1,2	0,0	0,0
IMPORTES NOMINALES³ (millones de euros)								
Total	1.892,1	6.313,4	5.727,1	1.975,9	2.749,5	453,9	976,6	1.285,8
Ampliaciones de capital	1.892,0	6.304,4	5.721,1	1.975,9	2.749,5	447,9	976,6	1.285,8
De ellas, mediante OPS	0,1	1,9	2.092,9	1.871,3	0,5	221,0	523,1	0,0
Tramo nacional	0,1	1,8	1.910,6	1.693,4	0,5	216,7	523,1	0,0
Tramo internacional	0,0	0,1	182,3	177,9	0,0	4,4	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,0	9,0	6,0	0,0	0,0	6,0	0,0	0,0
Tramo nacional	0,0	8,9	5,9	0,0	0,0	5,9	0,0	0,0
Tramo internacional	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES⁴								
Total	53	69	91	23	26	26	24	13
Ampliaciones de capital	53	67	8	22	26	26	24	13
De ellas, mediante OPS	2	12	22	3	3	2	5	0
De ellas, liberadas	11	15	2	5	8	7	2	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	3	45	1	0	1	0	0
NÚMERO DE EMISORES⁴								
Total	34	46	45	16	22	15	14	9
Ampliaciones de capital	34	45	45	15	22	15	14	9
De ellas, mediante OPS	2	12	8	3	3	2	5	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	2	1	1	0	1	0	0

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

2 Datos disponibles: mayo de 2012.

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

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

Ofertas públicas de venta y suscripción de acciones. Tramos por suscriptor

CUADRO 1.2

Millones de euros	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ²
OFERTAS PÚBLICAS DE SUSCRIPCIÓN								
Total	17,3	958,7	6.441,3	3.696,4	8,4	2.736,6	880,7	0,0
Mercado nacional	14,9	61,6	3.335,8	3.327,4	8,4	0,0	14,5	0,0
Suscriptores minoristas	0,0	2,5	2.017,7	2.015,4	2,3	0,0	4,1	0,0
Suscriptores institucionales	14,9	59,0	1.318,1	1.312,1	6,0	0,0	10,4	0,0
Mercado internacional	2,5	897,2	357,5	357,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Empleados	0,0	0,0	11,4	11,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	2.736,6	0,0	0,0	2.736,6	866,3	0,0
OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA								
Total	1,9	605,7	96,0	0,0	0,0	96,0	0,0	0,0
Mercado nacional	1,5	79,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores minoristas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	1,5	79,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mercado internacional	0,0	526,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empleados	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	96,0	0,0	0,0	96,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: mayo de 2012.

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.3

	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ²
Mercado continuo (MC). Total ³	133	129	130	130	130	130	128	128
Sin Nuevo mercado	133	129	130	130	130	130	128	128
Nuevo mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	5	6	7	7	7	7	7	7
Segundo mercado	7	6	7	6	6	7	7	7
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	5	4	5	4	4	5	5	5
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros ex SICAV	29	28	27	28	27	27	24	24
Madrid	13	13	13	13	13	13	11	11
Barcelona	19	18	17	18	17	17	14	14
Bilbao	8	8	8	8	8	8	7	7
Valencia	6	6	6	6	6	6	4	4
Corros SICAV	1	1	0	1	0	0	0	0
MAB	3.251	3.144	3.083	3.091	3.088	3.083	3.064	3.059
Latibex	32	29	29	29	29	29	27	27

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: mayo de 2012.

3 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).Capitalización¹

CUADRO 1.4

Millones de euros	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ²
Mercado continuo (MC). Total ³	531.194,2	565.585,2	498.148,1	609.135,8	568.142,8	498.148,1	487.334,8	388.205,2
Sin Nuevo mercado	531.194,2	565.585,2	498.148,1	609.135,8	568.142,8	498.148,1	487.334,8	388.205,2
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras ⁴	61.317,5	100.249,8	82.471,4	103.403,8	1.357,3	82.471,4	90.381,7	79.454,0
Ibex 35	322.806,6	348.998,9	320.672,5	382.731,8	364.914,0	320.672,5	306.878,6	233.015,5
Segundo mercado	109,9	74,6	59,7	57,5	74,9	59,7	56,8	57,8
Madrid	22,8	24,7	25,5	23,6	26,4	25,5	22,6	23,6
Barcelona	87,1	49,9	34,2	33,9	48,5	34,2	34,2	34,2
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	5.340,7	4.128,2	3.704,9	3.835,4	3.859,2	3.704,9	3.482,1	3.329,1
Madrid	1.454,7	878,8	833,3	841,7	924,0	833,3	729,9	688,5
Barcelona	3.580,2	3.432,2	3.242,3	3.187,2	3.139,2	3.242,3	3.120,6	3.013,8
Bilbao	45,9	362,1	328,8	321,2	386,9	328,8	323,7	78,9
Valencia	760,4	458,7	240,2	423,6	475,2	240,2	423,5	379,6
Corros SICAV ⁵	126,8	32,6	0,0	36,1	30,9	0,0	0,0	0,0
MAB ⁵	24.718,6	26.340,8	23.646,0	26.043,0	23.271,1	23.646,0	24.524,4	23.356,0
Latibex	210.773,5	435.337,8	402.008,5	452.926,3	408.834,8	402.008,5	414.431,2	348.138,9

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: mayo de 2012.

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

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

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

Contratación efectiva

CUADRO 1.5

Millones de euros	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ¹
Mercado continuo (MC). Total ²	877.073,5	1.026.478,5	917.383,3	236.325,4	232.254,4	203.895,2	175.186,1	135.185,6
Sin Nuevo mercado	877.073,5	1.026.478,5	917.383,3	236.325,4	232.254,4	203.895,2	175.186,1	135.185,6
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras	4.750,4	6.415,3	5.206,3	1.056,0	1.255,1	1.515,3	1.505,8	689,2
Segundo mercado	3,2	3,0	2,3	0,3	0,3	0,9	0,1	0,2
Madrid	2,0	2,8	1,7	0,1	0,3	0,8	0,1	0,2
Barcelona	1,2	0,3	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	52,8	157,2	42,8	7,5	9,9	7,4	16,5	4,7
Madrid	16,5	15,7	16,1	1,8	7,7	2,1	1,6	0,4
Barcelona	29,4	135,7	26,4	5,6	2,1	5,2	14,4	4,2
Bilbao	1,1	3,9	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	5,9	1,9	0,3	0,1	0,0	0,1	0,6	0,1
Corros SICAV	19,7	8,1	5,6	3,0	0,8	0,0	0,0	0,0
MAB	5.080,1	4.147,9	4.379,9	1.134,0	1.088,2	1.278,1	1.218,1	559,7
Latibex	434,7	521,2	357,7	89,4	93,1	72,9	73,3	40,3

1 Datos disponibles: mayo de 2012.

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

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.6

Millones de euros	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ²
En sesión	833.854,9	983.584,5	873.485,4	225.422,9	216.374,5	195.729,5	168.765,0	130.759,0
Órdenes	499.182,8	541.879,8	505.870,1	119.669,8	134.441,1	98.213,1	103.947,2	55.659,8
Aplicaciones	51.335,8	58.678,1	69.410,4	13.555,7	17.797,8	15.534,7	12.028,9	21.341,1
Bloques	283.336,3	383.026,6	298.204,9	92.197,4	64.135,6	81.981,7	52.788,9	53.758,1
Fuera de hora	5.996,6	17.209,5	9.801,8	2.645,6	3.308,7	1.751,5	816,2	1.409,1
Autorizadas	4.695,6	2.660,5	3.492,6	676,6	1.212,2	760,5	1.026,7	1.027,4
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	7.188,9	312,0	4.216,8	233,8	3.983,1	0,0	0,0	9,6
OPV	1.325,0	1.448,2	3.922,1	0,0	3.922,1	0,0	0,0	0,0
Toma de razón	5.202,6	2.273,4	2.212,7	2.171,6	30,4	10,7	0,0	464,1
Ejercicio de opciones	11.443,2	11.474,7	11.730,3	2.717,4	1.545,9	3.965,4	2.301,1	684,4
Operaciones de cobertura	7.366,7	7.515,8	8.521,5	2.457,5	1.877,5	1.677,7	2.277,0	832,1

1 No incluye ETF (Exchange Traded Funds).

2 Datos disponibles: mayo de 2012.

Operaciones de crédito

CUADRO 1.7

Millones de euros	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ¹
CONTRATACIÓN								
Préstamo de valores ²	471.007,1	556.246,7	493.602,4	142.262,8	122.207,6	120.570,9	98.303,7	84.774,3
Crédito de valores para su venta ³	704,3	598,0	518,3	112,9	110,0	83,1	76,1	59,1
Crédito para compra de valores ³	106,4	65,9	73,0	11,4	17,2	24,7	16,0	5,4
SALDO VIVO								
Préstamo de valores ²	47.322,2	36.195,9	35.626,7	39.553,6	33.213,4	35.626,7	29.608,2	27.903,0
Crédito de valores para su venta ³	21,1	9,9	7,0	12,7	10,8	7,0	6,7	5,6
Crédito para compra de valores ³	5,6	5,0	3,9	5,2	3,2	3,9	3,9	3,6

1 Datos disponibles: mayo de 2011.

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

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

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas¹ en la CNMV

CUADRO 1.8

	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ²
NÚMERO DE EMISORES								
Total	168	115	101	42	28	44	37	22
Cédulas hipotecarias	27	25	30	15	9	16	12	4
Cédulas territoriales	1	6	7	4	2	5	6	5
Bonos y obligaciones no convertibles	50	39	23	12	6	9	15	9
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3	2	5	1	0	2	1	2
Bonos de titulización	68	36	34	9	9	14	5	1
Programas de pagarés	69	58	49	12	7	16	17	7
De titulización	2	2	2	1	0	1	0	0
Resto de pagarés	67	56	47	11	7	15	17	7
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	23	0	1	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	512	349	356	82	58	128	117	54
Cédulas hipotecarias	75	88	115	29	10	44	27	6
Cédulas territoriales	1	9	42	4	18	16	8	6
Bonos y obligaciones no convertibles	244	154	87	27	14	27	48	30
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	6	3	9	1	0	2	1	4
Bonos de titulización	76	36	48	9	9	20	15	1
Programas de pagarés	73	59	53	12	7	19	18	7
De titulización	2	2	2	1	0	1	0	0
Resto de pagarés	71	57	51	11	7	18	18	7
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	37	0	2	0	0	0	0	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	387.475,8	226.448,9	289.251,0	59.900,0	38.693,6	113.496,1	120.739,7	38.941,7
Cédulas hipotecarias	35.573,9	34.378,5	67.226,5	18.980,0	5.250,0	23.742,5	26.000,0	6.200,0
Cédulas territoriales	500,0	5.900,0	22.334,2	1.800,0	7.437,2	10.162,0	3.200,0	2.100,0
Bonos y obligaciones no convertibles	62.249,0	24.356,0	20.191,7	3.320,2	981,0	13.312,4	31.304,9	7.571,5
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3.200,0	968,0	7.125,9	1.500,0	0,0	4.944,3	1.128,2	1.592,3
Bonos de titulización	81.651,2	63.260,5	68.412,8	11.168,4	10.449,3	20.210,1	9.195,3	135,3
Tramo nacional	77.289,4	62.743,0	62.796,1	10.130,0	10.115,6	18.844,3	7.810,3	135,3
Tramo internacional	4.361,9	517,5	5.616,7	1.038,4	333,7	1.365,8	1.385,0	0,0
Pagarés de empresa ³	191.341,7	97.586,0	103.760,0	23.131,3	14.576,1	41.124,9	49.911,3	21.342,6
De titulización	4.758,4	5.057,0	2.366,0	913,0	259,0	648,0	616,0	200,0
Resto de pagarés	186.583,3	92.529,0	101.394,0	22.218,3	14.317,1	40.476,9	49.295,3	21.142,6
Otras emisiones de renta fija	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	12.960,0	0,0	200,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	20.988,5	9.154,2	29.277,3	2.997,5	4.664,3	16.207,6	2.772,2	1.592,3
Emisiones aseguradas	4.793,8	299,0	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

2 Datos disponibles: mayo 2012.

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

Admisión al mercado AIAF

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ¹
Total	388.455,0	223.404,5	278.594,2	68.289,8	36.499,9	103.013,8	120.212,9	36.005,5
Pagarés	191.427,7	99.784,4	102.042,0	23.094,5	13.827,9	40.023,5	51.871,2	21.415,7
Bonos y obligaciones	61.862,5	24.728,6	12.313,7	3.616,9	682,0	5.934,3	29.257,5	7.881,7
Cédulas hipotecarias	35.568,9	32.861,0	68.346,5	21.435,0	6.425,0	23.242,5	28.000,0	3.200,0
Cédulas territoriales	500,0	5.900,0	20.334,2	300,0	5.543,2	11.556,0	2.000,0	1.600,0
Bonos de titulización	85.542,9	60.030,5	75.357,8	19.843,4	10.021,9	22.257,5	9.084,3	1.908,0
Participaciones preferentes	13.552,9	100,0	200,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: mayo de 2012.

AIAF. Emisores, emisiones y saldo vivo

CUADRO 1.10

	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	614	634	613	613	608	613	611	604
Pagarés	67	60	45	46	50	45	51	47
Bonos y obligaciones	91	93	91	93	93	91	95	97
Cédulas hipotecarias	29	33	43	36	39	43	47	47
Cédulas territoriales	11	12	13	12	12	13	16	17
Bonos de titulación	442	459	437	441	433	437	427	423
Participaciones preferentes	60	59	60	60	60	60	60	60
Bonos matador	12	12	12	12	12	12	12	12
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	4.084	3.630	4.382	3.454	3.536	4.382	5.116	5.247
Pagarés	1.507	958	1.778	851	944	1.778	2.547	2.690
Bonos y obligaciones	611	645	624	627	630	624	628	626
Cédulas hipotecarias	202	253	296	277	283	296	301	302
Cédulas territoriales	25	26	49	29	40	49	52	53
Bonos de titulación	1.629	1.641	1.527	1.562	1.531	1.527	1.480	1.468
Participaciones preferentes	96	93	94	94	94	94	94	94
Bonos matador	14	14	14	14	14	14	14	14
SALDO VIVO² (millones de euros)								
Total	870.981,1	850.181,7	882.395,1	849.569,3	844.342,4	882.395,1	906.229,5	888.037,3
Pagarés	41.647,0	23.233,6	37.549,1	22.123,1	18.813,5	37.549,1	62.370,8	64.805,1
Bonos y obligaciones	150.886,3	146.077,7	131.756,8	136.241,1	131.918,0	131.756,8	144.455,8	134.743,0
Cédulas hipotecarias	185.343,8	195.734,8	241.149,7	219.313,8	223.913,8	241.149,7	257.034,8	257.534,8
Cédulas territoriales	16.030,0	18.350,0	31.884,2	20.285,0	24.028,2	31.884,2	31.834,2	32.084,2
Bonos de titulación	442.831,5	434.835,1	407.908,0	419.458,0	413.520,5	407.908,0	391.012,1	380.948,7
Participaciones preferentes	33.183,8	30.891,8	31.088,6	31.089,6	31.089,6	31.088,6	18.463,1	16.862,7
Bonos matador	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8

1 Datos disponibles: mayo de 2012.

2 Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.11

Importes nominales en millones de euros	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ¹
POR TIPO DE ACTIVO								
Total	4.658.633,2	4.383.118,7	7.388.185,7	1.618.996,9	1.662.056,5	1.566.191,9	928.497,2	248.263,4
Pagarés	533.331,0	385.238,9	227.534,5	57.492,7	49.896,0	52.885,6	57.736,6	27.937,3
Bonos y obligaciones	321.743,0	922.393,1	484.705,8	96.130,6	89.289,3	57.611,6	41.431,0	21.589,6
Cédulas hipotecarias	263.150,0	271.441,8	662.177,0	115.484,5	105.436,4	271.366,9	247.459,2	62.802,1
Cédulas territoriales	7.209,0	14.458,2	544.780,9	43.117,1	68.254,4	400.645,2	179.057,4	57.693,5
Bonos de titulación	3.527.486,4	2.784.775,4	5.462.806,2	1.303.425,0	1.348.043,0	783.200,2	394.669,6	73.599,7
Participaciones preferentes	5.668,5	4.635,7	6.065,0	3.337,6	1.085,5	463,6	8.132,1	4.370,0
Bonos matador	45,2	175,7	116,3	9,5	51,9	18,9	11,2	271,3
POR TIPO DE OPERACIÓN								
Total	4.658.633,2	4.383.118,7	7.388.185,7	1.618.996,9	1.662.056,5	1.566.191,9	928.497,2	248.263,4
Simple	378.348,4	288.927,3	343.099,6	78.598,4	60.680,5	103.693,8	151.533,7	58.885,4
Repo	362.068,7	304.493,2	198.514,7	51.485,2	47.765,9	43.282,7	41.562,1	21.701,1
Simultánea	3.918.216,1	3.789.698,3	6.846.571,5	1.488.913,3	1.553.610,1	1.419.215,4	735.401,4	167.676,8

1 Datos disponibles: mayo de 2012.

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ¹
Total	681.946,6	553.896,6	487.543,3	120.560,2	99.716,4	130.860,7	157.876,8	73.263,0
Sociedades no financieras	256.224,6	162.949,5	131.765,2	37.287,8	30.082,8	28.031,9	21.411,0	11.288,9
Instituciones financieras	298.909,1	289.950,4	256.975,8	55.419,8	52.743,5	81.015,3	103.512,7	46.674,6
Entidades de crédito	125.547,5	102.372,1	139.538,2	27.624,9	25.982,2	51.571,4	69.411,4	30.446,7
IIIC, seguros y fondos de pensiones	115.865,3	125.899,4	103.899,9	25.796,8	25.835,3	27.756,3	32.613,5	15.368,2
Otras entidades financieras	57.496,3	61.678,9	13.537,7	1.998,1	926,0	1.687,6	1.487,8	859,7
Administraciones públicas	5.808,5	3.117,7	2.602,7	392,8	1.336,2	577,9	3.372,9	383,7
Hogares e ISFLSH ²	14.647,8	14.244,4	10.230,3	2.817,3	1.846,8	3.699,4	2.793,4	1.616,2
Resto del mundo	106.356,6	83.634,6	85.969,3	24.642,5	13.707,1	17.536,3	26.786,8	13.299,6

1 Datos disponibles: mayo de 2012.

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

Admisión a bolsa¹

CUADRO 1.13

	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ²
IMPORTE NOMINALES (millones de euros)								
Total	5.866,8	868,0	2.681,6	681,6	1.500,0	0,0	4.875,9	1.109,4
Bonos y obligaciones no convertibles	0,0	400,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	4.510,8	468,0	2.681,6	681,6	1.500,0	0,0	4.875,9	1.109,4
Bonos de titulización	1.356,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	10	8	6	4	1	0	2	1
Bonos y obligaciones no convertibles	0	7	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	4	1	6	4	1	0	2	1
Bonos de titulización	6	0	0	0	0	0	0	0
Otros	0	0	0	0	0	0	0	0

1 Emisores privados. Incluye expedientes de emisión y de admisión.

2 Datos disponibles: mayo de 2012.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.14

	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	62	60	59	59	59	59	57	57
Emisores privados	48	46	46	46	46	46	44	44
Sociedades no financieras	6	5	4	4	4	4	4	4
Instituciones financieras privadas	42	41	42	42	42	42	40	40
Administraciones públicas ²	14	14	13	13	13	13	13	13
Comunidades autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	269	247	240	245	243	240	231	226
Emisores privados	155	145	133	137	134	133	126	126
Sociedades no financieras	10	7	6	7	7	6	6	5
Instituciones financieras privadas	145	138	127	130	127	127	120	121
Administraciones públicas ²	114	102	107	108	109	107	105	100
Comunidades autónomas	76	64	74	72	74	74	73	69
SALDO VIVO³ (millones de euros)								
Total	36.299,5	41.091,3	43.817,5	45.280,8	43.183,1	43.817,5	47.939,8	46.959,1
Emisores privados	21.600,9	19.261,5	17.759,6	19.017,9	17.524,3	17.759,6	21.694,6	21.154,7
Sociedades no financieras	1.783,7	376,6	375,4	375,8	375,8	375,4	375,4	195,1
Instituciones financieras privadas	19.817,2	18.884,8	17.384,2	18.642,1	17.148,5	17.384,2	21.319,2	20.959,6
Administraciones públicas ²	14.698,6	21.829,9	26.057,8	26.262,9	25.658,8	26.057,8	26.245,2	25.804,4
Comunidades autónomas	12.338,3	19.442,4	24.014,4	23.992,9	23.489,5	24.014,4	24.276,9	23.936,1

1 Datos disponibles: mayo de 2012.

2 No incluye deuda anotada.

3 Importes nominales.

Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.15

Importes nominales en millones de euros	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ¹
Mercado electrónico	633,0	504,5	385,4	85,9	98,8	108,9	131,6	720,2
Corros	4.008,4	7.525,6	4.942,5	597,7	409,0	1.537,2	2.101,8	329,8
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	3.821,1	7.146,7	4.885,4	578,6	398,3	1.529,1	1.813,8	328,0
Bilbao	4,6	2,3	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Valencia	182,7	376,6	56,6	18,9	10,7	8,0	287,8	1,7
Deuda anotada	49,1	331,1	883,4	187,8	471,8	219,4	396,6	136,8
Deuda comunidades autónomas	70.065,8	62.029,0	63.443,7	16.846,2	14.624,3	20.157,2	13.144,2	11.085,3

1 Datos disponibles: mayo de 2012.

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

CUADRO 1.16

Importes nominales en millones de euros	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ¹
Total	202.120,5	265.966,0	84.090,9	28.318,9	17.039,0	11.139,9	18.979,0	7.095,0
Simples	114.314,0	110.011,0	81.905,0	26.482,0	17.039,0	11.091,0	18.979,0	7.095,0
Simultáneas	86.806,5	155.433,0	2.185,9	1.836,9	0,0	48,9	0,0	0,0
Otras operaciones	1.000,0	522,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: mayo de 2012.

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.17

Número de contratos	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ¹
Sobre deuda	18	14	18	4	4	4	2	1.139
Futuro sobre bono nocional ²	18	14	18	4	4	4	2	1.139
Sobre Ibex 35 ^{3,4}	6.187.544	6.946.167	5.822.418	1.404.588	1.635.571	1.067.066	1.120.323	1.281.158
Futuro sobre Ibex 35 plus	5.436.989	6.280.999	5.291.956	1.280.699	1.484.184	951.801	1.022.021	1.147.618
Futuro mini sobre Ibex 35	314.829	357.926	307.411	72.265	91.073	54.025	49.547	65.210
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	–	–	3.154	1.400	499	100	555	0
Opción call mini	230.349	122.158	86.096	19.733	25.590	23.167	18.669	35.659
Opción put mini	205.377	185.083	133.801	30.491	34.225	37.973	29.532	32.670
Sobre acciones ⁵	80.114.693	57.291.482	55.082.944	12.414.999	11.294.858	14.999.005	16.534.500	7.309.301
Futuros	44.586.779	19.684.108	24.758.956	5.337.121	5.510.377	5.905.419	7.087.730	3.248.727
Futuros sobre dividendos de acciones	–	–	–	–	–	–	1.500	0
Opción call	18.864.840	17.186.515	12.050.946	2.618.584	2.365.550	3.305.166	4.333.910	1.828.731
Opción put	16.663.074	20.420.859	18.273.042	4.459.294	3.418.931	5.788.420	5.111.360	2.231.843
Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex								
Sobre deuda ⁶	558.848	373.113	267.713	75.174	56.239	45.895	39.172	29.565
Sobre índices ⁷	835.159	604.029	451.016	96.795	137.083	110.587	78.776	45.365

1 Datos disponibles: mayo de 2012.

2 Nominal del contrato: 100 mil euros.

3 El número de los contratos mini (multiplicador de 1 euro) se ha homogeneizado al tamaño de los contratos de los futuros sobre Ibex 35 plus (multiplicador de 10 euros).

4 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.

5 Nominal del contrato: 100 acciones.

6 Futuros sobre Bund, Bobl y Schatz.

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

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

Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.18

WARRANTS ²	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ¹
Importe de las primas (millones de euros)	5.165,1	4.915,3	5.544,6	891,4	1.491,8	1.986,8	922,4	1.100,8
Sobre acciones	2.607,1	2.537,4	3.211,7	462,2	804,6	1.278,1	509,7	600,9
Sobre índices	2.000,1	1.852,6	1.786,8	293,9	504,9	600,1	310,3	422,0
Otros ³	558,0	525,4	546,0	135,2	182,2	108,6	102,4	77,8
Número de emisiones	7.342	8.375	9.237	1.842	2.305	3.144	1.733	1.440
Número de emisores	9	9	9	6	6	7	6	3
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	35,0	64,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre acciones	25,0	47,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre índices	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros ³	10,0	17,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	3	7	0	0	0	0	0	0
Número de emisores	1	1	0	0	0	0	0	0

1 Datos disponibles: mayo de 2012.

2 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

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

Bolsa de valores. Contratación de warrants y ETF

CUADRO 1.19

	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ¹
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	1.768,4	1.603,2	1.550,2	286,0	452,9	344,9	243,4	117,4
Sobre acciones nacionales	809,9	759,8	654,2	129,8	175,1	136,8	103,7	48,3
Sobre acciones extranjeras	97,6	60,7	97,8	15,3	23,0	35,8	34,3	10,9
Sobre índices	761,2	689,5	518,2	75,3	149,9	136,0	75,7	51,7
Otros ²	99,7	93,2	280,0	65,6	104,9	36,4	29,8	6,5
Número de emisiones ³	8.038	7.750	13.165	3.038	3.940	3.441	3.176	2.550
Número de emisores ³	10	10	9	9	9	9	9	9
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	39,2	22,0	92,1	9,3	56,2	22,5	6,5	3,8
Número de emisiones ³	22	16	32	10	7	4	4	4
Número de emisores ³	4	2	2	2	2	2	2	2
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	3.470,6	6.229,7	3.495,4	571,1	815,5	1.027,0	1.027,0	636,0
Número de fondos	32	65	75	67	67	75	75	75
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	1.648,4	827,8	327,2	867,3	710,2	327,2	297,4	n.d.

1 Datos disponibles: mayo de 2012.

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

3 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

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

n.d.: Dato no disponible.

1.3.3 Derivados no financieros

Negociación en MFAO¹

CUADRO 1.20

Número de contratos	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ²
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante ³	135.705	165.840	63.173	16.401	13.951	9.701	10.050	6.502

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: mayo de 2012.

3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

2 Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ¹
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	50	50	49	50	50	49	48	48
Sucursales	78	80	78	79	79	78	23	26
Representantes	6.102	6.560	6.589	6.518	6.520	6.589	6.516	6.524
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	50	45	45	45	45	45	45	45
Sucursales	9	13	14	13	13	14	12	13
Representantes	638	689	655	652	655	655	620	640
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	9	6	6	6	6	6	6	6
Sucursales	5	5	5	5	5	5	5	5
Representantes	5	2	2	2	2	2	2	2
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO²								
Entidades nacionales	16	58	82	64	78	82	91	95
ENTIDADES DE CRÉDITO³								
Entidades nacionales	193	186	187	189	188	187	190	190

1 Datos disponibles: mayo de 2012.

2 Empresa de servicios de inversión creada por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV), y regulada por la Circular 10/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3 Fuente: Banco de España.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ¹
Total	2.346	2.671	2.814	2.743	2.786	2.814	2.861	2.905
ESI ² en el Espacio Económico Europeo	1.922	2.238	2.377	2.303	2.346	2.377	2.418	2.455
Con sucursal	36	40	36	40	39	36	36	35
En libre prestación de servicios	1.886	2.198	2.341	2.263	2.307	2.341	2.382	2.420
Entidades de crédito ³	424	433	437	440	440	437	443	450
Comunitarias	414	423	429	430	430	429	434	441
Con sucursal	53	55	55	56	55	55	55	56
En libre prestación de servicios	360	368	374	374	375	374	379	385
Filiales en libre prestación de servicios	1	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	10	10	8	10	10	8	9	9
Con sucursal	8	8	7	8	8	7	7	7
En libre prestación de servicios	2	2	1	2	2	1	2	2

1 Datos disponibles: mayo de 2012.

2 Empresas de servicios de inversión.

3 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros	I 2011				I 2012			
	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total
RENTA FIJA								
Total	789.654	2.506.345	219.799	3.515.798	810.305	1.711.998	185.670	2.707.973
Sociedades de valores	102.744	728.516	165.603	996.863	126.744	479.484	114.729	720.957
Agencias de valores	686.910	1.777.829	54.196	2.518.935	683.561	1.232.514	70.941	1.987.016
RENTA VARIABLE								
Total	258.103	1.123	22.028	281.254	168.501	618	15.910	185.029
Sociedades de valores	252.482	998	20.878	274.358	164.298	431	14.580	179.309
Agencias de valores	5.621	125	1.150	6.896	4.203	187	1.330	5.720

1 Datos acumulados del periodo. Periodicidad trimestral.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros	I 2011				I 2012			
	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total
Total	1.000.337	2.347.288	301.303	3.648.928	465.908	1.277.144	117.791	1.860.843
Sociedades de valores	998.629	1.461.542	210.192	2.670.363	464.070	1.098.028	74.092	1.636.190
Agencias de valores	1.708	885.746	91.111	978.565	1.838	179.116	43.699	224.653

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

2 Datos acumulados del periodo. Periodicidad trimestral.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

	I 2011			I 2012			
	IIC ²	Otras ³	Total	IIC ²	Otras ³	Total	
NÚMERO DE CARTERAS							
Total		143	13.201	13.344	144	11.570	11.714
Sociedades de valores		92	7.310	7.402	83	4.681	4.764
Agencias de valores		46	3.887	3.933	56	3.671	3.727
Sociedades gestoras de cartera		5	2.004	2.009	5	3.218	3.223
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)							
Total	2.045.534	7.621.231	9.666.765	2.147.924	7.597.017	9.744.941	
Sociedades de valores	1.154.269	3.220.420	4.374.689	927.511	2.963.183	3.890.694	
Agencias de valores	777.950	1.552.231	2.330.181	1.117.723	1.561.719	2.679.442	
Sociedades gestoras de cartera	113.315	2.848.580	2.961.895	102.690	3.072.115	3.174.805	

1 Datos a final de periodo. Periodicidad trimestral.

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

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

Asesoramiento financiero. Número de contratos y patrimonio asesorado¹

CUADRO 2.6

	I 2011			I 2012		
	Clientes minoristas	Clientes profesionales	Total ²	Clientes minoristas	Clientes profesionales	Total ²
NÚMERO DE CONTRATOS						
Total	7.146	81	7.250	7.706	129	7.856
Sociedades de valores	1.419	3	1.428	1.427	12	1.444
Agencias de valores	4.717	69	4.803	4.784	107	4.907
Sociedades gestoras de cartera	1.010	9	1.019	1.495	10	1.505
PATRIMONIO ASESORADO (miles de euros)						
Total	2.840.216	4.530.031	7.785.460	3.623.905	4.578.741	8.570.567
Sociedades de valores	491.112	39.821	936.615	891.980	66.060	1.252.394
Agencias de valores	1.875.935	1.098.637	2.984.103	2.081.895	1.059.386	3.214.848
Sociedades gestoras de cartera	473.169	3.391.573	3.864.742	650.030	3.453.295	4.103.325

1 Datos a final de periodo. Periodicidad trimestral.

2 Incluye clientes minoristas, profesionales y otros clientes.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores

CUADRO 2.7

Miles de euros ¹	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ²
I. Margen de intereses	163.272	102.054	91.542	52.973	77.901	91.542	7.206	11.260
II. Comisiones netas	562.082	533.858	490.517	275.520	382.225	490.517	119.252	157.639
Comisiones percibidas	782.214	798.152	776.641	419.375	606.095	776.641	181.674	241.767
Tramitación y ejecución de órdenes	548.362	555.207	529.711	285.047	417.529	529.711	121.864	159.599
Colocación y aseguramiento de emisiones	26.326	8.499	7.446	2.830	5.113	7.446	2.686	4.157
Depósito y anotación de valores	16.183	22.367	21.060	10.887	15.821	21.060	4.738	6.246
Gestión de carteras	11.768	13.880	16.186	7.911	11.867	16.186	3.658	4.730
Diseño y asesoramiento	60.477	53.722	60.713	39.550	49.366	60.713	13.545	16.007
Búsqueda y colocación de paquetes	10	36	484	184	484	484	0	0
Operaciones de crédito al mercado	14	9	8	4	6	8	4	4
Comercialización de IIC	63.341	65.487	59.588	31.359	45.594	59.588	12.237	15.976
Otras	55.733	78.944	81.445	41.601	60.315	81.445	22.942	35.048
Comisiones satisfechas	220.133	264.294	286.124	143.855	223.870	286.124	62.422	84.128
III. Resultado de inversiones financieras	45.266	48.588	271.955	38.782	150.060	271.955	109	31.381
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	21.820	26.081	-194.355	-5.173	-115.556	-194.355	36.110	2.661
V. Margen bruto	792.440	710.580	659.659	362.102	494.630	659.659	162.677	202.942
VI. Resultado de explotación	339.706	276.253	207.379	142.774	174.724	207.379	44.100	52.912
VII. Resultado de actividades continuadas	250.984	196.834	148.553	121.402	149.362	148.553	40.969	48.165
VIII. Resultado neto del ejercicio	250.984	196.834	148.553	121.402	149.362	148.553	40.969	48.165

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 2012.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros ¹	Margen de intereses		Inversiones financieras		Diferencias de cambio y otras partidas		Total	
	I 2011	I 2012	I 2011	I 2012	I 2011	I 2012	I 2011	I 2012
Total	15.186	7.206	28.084	110	293	34.600	43.563	41.916
Activos monetarios y deuda pública	355	712	3.419	4.975	-	-	3.774	5.687
Otros valores de renta fija	7.615	4.818	2.952	15.479	-	-	10.567	20.297
Cartera interior	6.887	4.323	996	11.783	-	-	7.883	16.106
Cartera exterior	728	495	1.956	3.696	-	-	2.684	4.191
Renta variable	4.687	2.021	-137.378	129.313	-	-	-132.691	131.334
Cartera interior	3.094	211	10.974	1.836	-	-	14.068	2.047
Cartera exterior	1.593	1.810	-148.352	127.477	-	-	-146.759	129.287
Derivados	-	-	155.168	-149.339	-	-	155.168	-149.339
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	130	-987	-	-	-	-	130	-987
Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	-	-	-	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	3.602	2.216	-	-	-	-	3.602	2.216
Diferencias de cambio netas	-	-	-	-	1.702	29.760	1.702	29.760
Otros productos y cargas de explotación	-	-	-	-	388	6.350	388	6.350
Otras operaciones	-1.203	-1.574	3.923	-318	-1.797	-1.510	923	-3.402

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

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.9

Miles de euros ¹	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ²
I. Margen de intereses	2.652	1.629	2.480	1.144	1.761	2.480	349	487
II. Comisiones netas	127.410	109.165	97.884	50.423	73.058	97.884	24.587	32.375
Comisiones percibidas	144.373	126.055	112.349	57.899	84.174	112.349	28.112	37.047
Tramitación y ejecución de órdenes	53.988	38.176	36.354	19.345	27.974	36.354	9.586	12.202
Colocación y aseguramiento de emisiones	2.989	2.748	2.870	1.181	2.289	2.870	751	1.393
Depósito y anotación de valores	509	366	440	191	288	440	103	247
Gestión de carteras	19.633	19.489	12.351	6.760	9.572	12.351	2.903	3.973
Diseño y asesoramiento	2.806	3.618	5.349	2.634	4.007	5.349	1.249	1.625
Búsqueda y colocación de paquetes	0	304	61	538	61	61	0	0
Operaciones de crédito al mercado	28	27	42	13	24	42	7	8
Comercialización de IIC	23.966	23.946	21.381	11.097	16.514	21.381	4.915	6.720
Otras	40.453	37.381	33.501	16.141	23.445	33.501	8.598	10.880
Comisiones satisfechas	16.963	16.890	14.465	7.476	11.116	14.465	3.525	4.672
III. Resultado de inversiones financieras	1.709	456	623	-54	-293	623	123	843
IV. Diferencias de cambio netas y otros	-1.111	-1.416	-1.539	-1.306	-1.446	-1.539	-339	-467
productos y cargas de explotación								
V. Margen bruto	130.661	109.834	99.448	50.207	73.080	99.448	24.720	33.238
VI. Resultado de explotación	9.090	9.457	7.757	5.568	6.168	7.757	2.193	3.551
VII. Resultado de actividades continuadas	4.862	6.452	5.488	5.289	6.232	5.488	1.989	3.339
VIII. Resultado neto del ejercicio	4.862	6.452	5.488	5.289	6.232	5.488	1.989	3.339

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 2012.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera

CUADRO 2.10

Miles de euros ¹	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ²
I. Margen de intereses	341	407	682	293	485	682	215	278
II. Comisiones netas	10.734	10.097	7.987	3.840	5.698	7.987	1.873	2.508
Comisiones percibidas	21.750	20.994	18.476	9.123	13.568	18.476	4.428	5.926
Gestión de carteras	18.463	18.020	16.582	8.323	12.367	16.582	4.078	5.435
Diseño y asesoramiento	2.698	1.160	1.894	800	1.201	1.894	350	491
Comercialización de IIC	18	34	0	0	0	0	0	0
Otras	571	1.779	0	0	0	0	0	0
Comisiones satisfechas	11.016	10.897	10.489	5.283	7.870	10.489	2.555	3.418
III. Resultado de inversiones financieras	92	51	186	233	192	186	-19	-46
IV. Diferencias de cambio netas y otros	-383	21	-10	-19	-41	-10	-4	7
productos y cargas de explotación								
V. Margen bruto	10.784	10.577	8.845	4.347	6.334	8.845	2.065	2.747
VI. Resultado de explotación	1.296	1.154	1.525	677	886	1.525	262	364
VII. Resultado de actividades continuadas	889	939	1.041	490	627	1.041	194	250
VIII. Resultado neto del ejercicio	889	939	1.041	490	627	1.041	194	250

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 2012.

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

CUADRO 2.11

Miles de euros	Exceso		Número de entidades según porcentaje del exceso									
	Importe		< 50	< 100	< 150	< 200	< 300	< 400	< 500	< 750	< 1.000	> 1.000
	total	% ²										
Total	1.194.826	299,35	14	22	7	6	14	10	5	11	3	7
Sociedades de valores	1.115.586	320,42	2	7	3	2	11	7	3	6	2	5
Agencias de valores	61.927	176,62	12	12	4	4	2	2	2	5	1	1
Sociedades gestoras de cartera	17.314	108,74	0	3	0	0	1	1	0	0	0	1

1 Datos disponibles: marzo de 2012.

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

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos^{1,2}

CUADRO 2.12

	Media ³	Pérdidas	Número de entidades según su rentabilidad anualizada								
			0-5%	6-15%	16-30%	31-45%	46-60%	61-75%	76-100%	> 100%	
Total	11,98	38	17	18	13	5	0	4	2	2	
Sociedades de valores	12,39	14	12	9	8	1	0	2	2	0	
Agencias de valores	8,28	21	3	8	5	4	0	2	0	2	
Sociedades gestoras de cartera	3,14	3	2	1	0	0	0	0	0	0	

1 El ROE se ha calculado como:

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

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

2 Datos disponibles: marzo de 2012.

3 Media ponderada por fondos propios, en %.

Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes

CUADRO 2.13

Miles de euros	2009	2010	2011	2010		2011	
				I	II	I	II
PATRIMONIOS ASESORADOS¹							
Total	1.410.985	15.802.743	17.206.331	11.929.643	15.802.743	16.498.814	17.206.331
Clientes minoristas	364.284	1.715.084	2.168.957	1.164.130	1.715.084	1.895.320	2.168.957
Clientes profesionales	1.046.702	13.995.206	13.963.983	10.746.313	13.995.206	14.501.823	13.963.983
Otros	0	92.453	1.073.391	19.200	92.453	101.671	1.073.391
INGRESOS POR COMISIONES²							
Total	3.183	20.745	29.778	7.783	20.745	14.116	29.778
Comisiones percibidas	3.183	20.629	29.586	7.726	20.629	14.080	29.586
Otros ingresos	0	116	192	57	116	36	192
PATRIMONIO NETO							
Total	1.500	10.057	11.475	9.312	10.057	10.469	11.475
Capital social	1.043	3.014	3.895	2.379	3.014	3.386	3.895
Reservas y remanentes	36	242	1.186	3.333	242	2.915	1.186
Resultado del ejercicio ²	421	6.801	6.394	3.600	6.801	4.168	6.394

1 Datos a final de periodo. Periodicidad semestral.

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

3 Instituciones de inversión colectiva^a

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

CUADRO 3.1

	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I ¹	II ¹
Total IIC de carácter financiero	5.892	5.627	5.460	5.551	5.491	5.460	5.402	5.389
Fondos de inversión	2.593	2.429	2.341	2.410	2.356	2.341	2.306	2.291
Sociedades de inversión	3.232	3.133	3.056	3.077	3.070	3.056	3.033	3.035
IIC de IIC de inversión libre	38	32	27	28	28	27	27	27
IIC de inversión libre	29	33	36	36	37	36	36	36
Total IIC inmobiliarias	16	16	14	16	15	14	14	14
Fondos de inversión inmobiliaria	8	8	6	8	6	6	6	6
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	8	8	8	9	8	8	8
Total IIC extranjeras comercializadas en España	582	660	739	695	695	739	765	752
Fondos extranjeros comercializados en España	324	379	426	395	395	426	443	427
Sociedades extranjeras comercializadas en España	258	281	313	300	300	313	322	325
SGIIC	120	123	114	118	117	114	112	112
Depositarias IIC	124	114	97	107	101	97	92	92

1 Datos disponibles: mayo de 2012.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I ¹	II ²
Total IIC de carácter financiero	5.895.009	5.578.524	5.249.813	5.460.738	5.358.838	5.249.813	5.173.638	5.143.015
Fondos de inversión	5.475.403	5.160.889	4.835.193	5.044.106	4.942.074	4.835.193	4.759.241	4.728.102
Sociedades de inversión	419.606	417.635	414.620	416.632	416.764	414.620	414.397	414.913
Total IIC inmobiliarias	84.511	76.223	30.678	32.906	32.356	30.678	30.693	31.108
Fondos de inversión inmobiliaria	83.583	75.280	29.735	31.963	31.412	29.735	29.754	30.169
Sociedades de inversión inmobiliaria	928	943	943	943	944	943	939	939
Total IIC extranjeras comercializadas en España ³	685.094	865.767	761.380	856.882	803.801	761.380	768.467	-
Fondos extranjeros comercializados en España	139.102	193.233	177.832	195.525	185.665	177.832	175.621	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	545.992	666.534	583.548	661.357	618.136	583.548	592.846	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: abril de 2012. Estos datos son de remisión trimestral para IIC extranjeras, por lo que los meses que no coinciden con fin de trimestre no hay dato disponible.

3 No se incluyen datos de los ETF.

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I ¹	II ²
Total IIC de carácter financiero	196.472,5	170.073,1	155.982,6	166.446,6	157.942,6	155.982,6	156.460,3	153.043,6
Fondos de inversión ³	170.547,7	143.918,2	132.368,6	140.351,3	134.033,7	132.368,6	131.994,5	129.843,6
Sociedades de inversión	25.924,8	26.155,0	23.614,0	26.095,4	23.908,9	23.614,0	24.465,8	23.956,4
Total IIC inmobiliarias	6.773,7	6.437,5	4.807,1	6.313,7	6.260,8	4.807,1	4.757,7	4.748,3
Fondos de inversión inmobiliaria	6.465,1	6.115,6	4.494,6	5.995,5	4.597,3	4.494,6	4.446,9	4.434,0
Sociedades de inversión inmobiliaria	308,6	321,9	312,5	318,2	1.663,4	312,5	310,8	314,3
Total IIC extranjeras comercializadas en España ⁴	25.207,2	36.692,9	29.969,5	35.582,2	30.967,3	29.969,5	31.835,1	-
Fondos extranjeros comercializados en España	5.215,1	8.535,9	6.382,9	7.303,2	6.446,0	6.382,9	6.583,3	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	19.992,0	28.156,9	23.586,6	28.279,0	24.521,3	23.586,6	25.251,9	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: abril de 2012. Estos datos son de remisión trimestral para IIC extranjeras, por lo que los meses que no coinciden con fin de trimestre no hay dato disponible.

3 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en marzo de 2012, del orden de 3.600 millones de euros.

4 No se incluyen datos de los ETF.

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

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión¹

CUADRO 3.4

Millones de euros	2009	2010	2011	2011				2012
				I	II	III	IV	I ²
Patrimonio	170.547,7	143.918,2	132.368,6	144.428,0	140.351,3	134.033,7	132.368,6	131.994,5
Cartera de inversiones financieras	163.165,5	137.295,4	126.370,0	137.441,4	133.666,7	127.577,1	126.370,0	125.415,1
Cartera interior	100.642,6	89.630,2	90.394,3	92.205,9	91.324,1	90.914,4	90.394,3	88.309,9
Valores representativos de deuda	74.628,9	68.575,1	72.076,1	71.784,6	70.905,2	72.151,4	72.076,1	71.341,6
Instrumentos de patrimonio	4.741,0	3.829,2	3.087,0	3.990,4	3.944,8	3.179,1	3.087,0	2.896,1
Instituciones de inversión colectiva	9.041,5	7.338,6	6.038,5	6.338,4	6.387,3	6.192,3	6.038,5	3.831,3
Depósitos en EECC	11.552,2	9.460,8	8.961,2	9.635,7	9.665,8	9.208,1	8.961,2	10.049,9
Derivados	679,0	426,2	231,5	456,5	420,9	183,4	231,5	191,0
Otros	0,0	0,4	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Cartera exterior	62.487,1	47.626,5	35.968,1	45.198,1	42.330,3	36.656,4	35.968,1	37.094,3
Valores representativos de deuda	48.435,3	30.337,4	22.713,6	26.875,7	24.576,1	23.293,2	22.713,6	22.699,0
Instrumentos de patrimonio	7.783,2	8.385,8	7.037,3	8.604,6	8.758,1	6.694,9	7.037,3	7.443,8
Instituciones de inversión colectiva	5.666,4	8.404,7	6.061,6	9.252,4	8.548,4	6.581,2	6.061,6	6.742,9
Depósitos en EECC	82,4	108,0	23,0	85,6	61,2	53,7	23,0	58,8
Derivados	518,7	387,1	131,6	376,5	384,2	31,4	131,6	149,1
Otros	1,1	3,6	1,1	3,3	2,4	2,0	1,1	0,7
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	35,8	38,6	7,5	37,4	12,2	6,3	7,5	10,9
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tesorería	7.267,7	6.531,4	5.837,6	6.876,8	6.459,0	6.000,3	5.837,6	6.398,4
Neto deudores/acreedores	114,5	91,4	161,1	109,8	225,5	456,3	161,1	181,0

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

2 Datos provisionales.

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

CUADRO 3.5

Millones de euros	2009	2010	2011	2011				2012
				I	II	III	IV	I ¹
Patrimonio	25.924,8	26.155,0	23.614,0	26.491,4	26.095,4	23.908,9	23.614,0	24.465,8
Cartera de inversiones financieras	24.813,5	25.187,3	22.521,9	25.262,0	24.915,3	22.592,7	22.521,9	23.175,1
Cartera interior	13.514,3	12.881,4	12.385,0	12.863,2	12.848,1	12.405,1	12.385,0	12.696,4
Valores representativos de deuda	7.400,5	5.435,9	7.460,8	5.870,6	6.628,9	7.021,7	7.460,8	7.415,3
Instrumentos de patrimonio	3.376,3	2.988,6	2.508,5	3.033,8	2.993,4	2.663,5	2.508,5	2.385,9
Instituciones de inversión colectiva	1.091,1	758,7	667,4	800,9	815,7	741,8	667,4	695,3
Depósitos en EECC	1.631,5	3.675,2	1.721,7	3.133,2	2.381,5	1.963,5	1.721,7	2.164,7
Derivados	-6,6	-5,9	-5,5	-4,9	-2,1	-17,0	-5,5	1,9
Otros	21,7	29,0	32,2	29,6	30,6	31,6	32,2	33,4
Cartera exterior	11.294,2	12.298,1	10.131,3	12.391,9	12.061,0	10.181,8	10.131,3	10.472,7
Valores representativos de deuda	4.606,6	3.606,8	3.070,6	3.407,6	3.241,5	2.948,1	3.070,6	2.966,5
Instrumentos de patrimonio	3.559,3	4.166,0	3.384,3	4.381,9	4.264,5	3.432,9	3.384,3	3.493,5
Instituciones de inversión colectiva	2.987,4	4.390,5	3.516,3	4.416,0	4.349,3	3.670,2	3.516,3	3.838,7
Depósitos en EECC	26,3	12,1	10,8	47,1	45,4	13,4	10,8	13,8
Derivados	113,0	119,9	145,4	135,1	157,8	113,7	145,4	156,3
Otros	1,6	2,8	3,9	4,2	2,4	3,5	3,9	3,9
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	4,9	7,9	5,5	6,9	6,3	5,9	5,5	6,0
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Tesorería	976,4	832,0	854,6	1.014,6	946,9	951,4	854,6	1.071,1
Neto deudores/acreedores	134,8	135,5	237,4	214,6	233,0	364,6	237,4	218,8

1 Datos provisionales.

	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ²
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	2.536	2.408	2.310	2.389	2.341	2.310	2.300	2.280
Renta fija ³	582	537	508	530	520	508	491	490
Renta fija mixta ⁴	169	160	140	152	146	140	140	133
Renta variable mixta ⁵	165	138	128	132	130	128	130	127
Renta variable euro ⁶	182	172	148	157	153	148	143	140
Renta variable internacional ⁷	242	232	220	222	222	220	222	221
Garantizado renta fija	233	276	351	324	335	351	375	376
Garantizado renta variable ⁸	561	499	420	470	436	420	404	397
Fondos globales	187	192	203	203	204	203	200	200
De gestión pasiva ⁹	69	61	59	57	59	59	64	67
Retorno absoluto ⁹	146	141	133	142	136	133	131	129
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	5.475.403	5.160.889	4.835.193	5.044.106	4.942.074	4.835.193	4.759.241	4.728.102
Renta fija ³	2.041.487	1.622.664	1.384.946	1.466.938	1.419.006	1.384.946	1.362.441	1.360.173
Renta fija mixta ⁴	290.151	270.341	206.938	238.275	227.046	206.938	204.653	203.515
Renta variable mixta ⁵	182.542	171.336	145.150	156.631	151.551	145.150	145.472	144.483
Renta variable euro ⁶	299.353	266.395	237.815	248.355	247.166	237.815	224.886	225.945
Renta variable internacional ⁷	458.097	501.138	448.539	493.057	465.814	448.539	442.753	438.086
Garantizado renta fija	570.963	790.081	1.042.658	990.997	1.019.905	1.042.658	1.071.544	1.068.644
Garantizado renta variable ⁸	1.188.304	1.065.426	912.298	981.572	946.448	912.298	874.249	857.997
Fondos globales	88.337	105.720	127.336	124.088	130.519	127.336	113.396	112.072
De gestión pasiva ⁹	85.403	90.343	100.416	82.371	95.948	100.416	101.901	103.149
Retorno absoluto ⁹	270.766	277.445	229.097	261.822	238.671	229.097	217.946	214.038
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	170.547,7	143.918,2	132.368,6	140.351,3	134.033,7	132.368,6	131.994,5	129.843,6
Renta fija ³	84.657,2	56.614,6	46.945,5	49.449,9	48.228,6	46.945,5	45.101,8	44.957,5
Renta fija mixta ⁴	8.695,5	7.319,0	5.253,6	6.251,9	5.715,8	5.253,6	5.686,9	5.613,1
Renta variable mixta ⁵	3.879,6	3.470,5	2.906,1	3.345,6	2.897,5	2.906,1	3.234,2	3.113,5
Renta variable euro ⁶	6.321,6	5.356,8	4.829,2	5.687,2	4.610,8	4.829,2	4.815,6	4.557,3
Renta variable internacional ⁷	5.902,4	8.037,3	6.281,2	7.751,6	6.028,4	6.281,2	6.813,2	6.658,5
Garantizado renta fija	21.033,4	26.180,2	35.058,0	32.742,1	34.241,7	35.058,0	36.677,0	36.162,7
Garantizado renta variable ⁸	25.665,8	22.046,5	18.014,5	19.827,6	18.699,9	18.014,5	17.408,5	16.850,6
Fondos globales	3.872,5	4.440,3	5.104,7	5.718,1	5.154,3	5.104,7	4.545,5	4.510,5
De gestión pasiva ⁹	3.216,6	2.104,8	1.986,2	2.172,2	2.060,0	1.986,2	2.053,9	1.953,5
Retorno absoluto ⁹	7.303,0	8.348,1	5.989,7	7.405,1	6.396,8	5.989,7	5.657,8	5.466,4

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

2 Datos disponibles: abril de 2012.

3 Hasta 1T09 incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, Renta fija internacional y monetarios. Desde 2T09 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios. Desde 3T2011 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional, monetario y monetario a corto plazo. Hasta diciembre de 2006 incluía FIAMM.

4 Hasta 1T09 incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.

5 Hasta 1T09 incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.

6 Hasta 1T09 incluye: Renta variable nacional y Renta variable euro. Desde 2T09 incluye: Renta variable euro (que ya incluye RVN).

7 Hasta 1T09 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EE.UU., RVI Emergentes y RVI Otros. Desde 2T09 incluye: RVI.

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

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

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

CUADRO 3.7

	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ¹
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	5.475.403	5.160.889	4.835.193	5.044.106	4.942.074	4.835.193	4.759.241	4.728.102
Personas físicas	5.322.214	5.019.902	4.706.193	4.907.283	4.808.616	4.706.193	4.632.865	4.600.800
Residentes	5.252.126	4.954.891	4.645.384	4.843.565	4.746.165	4.645.384	4.572.785	4.541.367
No residentes	70.088	65.011	60.809	63.718	62.451	60.809	60.080	59.433
Personas jurídicas	153.189	140.987	129.000	136.823	133.458	129.000	126.376	127.302
Entidades de crédito	674	524	490	491	507	490	502	486
Otros agentes residentes	151.479	139.550	127.765	135.505	132.160	127.765	125.168	126.114
Entidades no residentes	1.036	913	745	827	791	745	706	702
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	170.547,7	143.918,1	132.368,6	140.351,3	134.033,7	132.368,6	131.994,5	129.843,6
Personas físicas	132.860,5	113.660,6	106.561,9	111.732,9	108.000,6	106.561,9	108.015,5	106.195,9
Residentes	130.954,4	111.900,1	105.023,5	110.123,1	106.440,9	105.023,5	106.439,1	104.660,2
No residentes	1.906,0	1.760,5	1.538,5	1.609,9	1.559,7	1.538,5	1.576,3	1.535,7
Personas jurídicas	37.687,2	30.257,5	25.806,7	28.618,3	26.033,1	25.806,7	23.979,1	23.647,8
Entidades de crédito	2.572,0	1.926,1	1.446,7	1.854,3	1.477,0	1.446,7	1.373,5	1.344,2
Otros agentes residentes	34.065,1	27.644,6	23.946,3	26.205,8	24.107,8	23.946,3	22.223,1	21.936,2
Entidades no residentes	1.050,1	686,9	413,7	558,3	448,3	413,7	382,5	367,3

¹ Datos disponibles: abril de 2012.

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

CUADRO 3.8

Millones de euros	2009 ²	2010	2011	2011				2012
				I	II	III	IV	I
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	109.915,2	78.805,2	58.145,0	22.756,0	13.163,9	10.993,2	11.231,9	14.986,3
Renta fija	73.718,8	41.656,1	27.206,2	7.890,1	6.478,3	5.962,8	6.875,0	9.522,4
Renta fija mixta	5.267,6	3.538,8	1.332,4	358,0	517,7	232,0	224,7	386,1
Renta variable mixta	1.135,4	1.221,7	815,7	270,4	334,7	44,6	166,0	121,6
Renta variable euro	2.183,8	1.673,0	2.085	575,2	524,1	472,1	513,6	292,1
Renta variable internacional	2.929,5	4.455,2	3.835,1	2.488,7	721,4	321,2	303,8	595,4
Garantizado renta fija	11.755,4	11.513,4	13.965,7	7.424,2	2.595,3	2.202,5	1.743,7	2.340,3
Garantizado renta variable	5.589,1	5.120,1	2.570,7	828,6	622,0	751,4	368,7	683,0
Fondos globales	2.754,4	3.018,1	3.261,6	1.534,3	838,6	572,2	316,5	477,5
De gestión pasiva	535,5	683,8	924,7	220,5	149,2	197,1	357,9	249,6
Retorno absoluto	4.045,7	5.924,8	2.147,7	1.165,9	382,4	237,4	362,0	318,1
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	122.617,5	104.385,6	68.983,6	23.528,9	17.258,8	13.676,7	14.519,2	16.923,3
Renta fija	81.197,6	68.806,1	37.633,9	13.298,5	8.737,2	7.192,5	8.405,7	10.907,6
Renta fija mixta	2.724,4	4.955,7	3.258,1	1.138,4	892,5	552,8	674,4	586,8
Renta variable mixta	1.596,5	1.311,8	1.136,2	267,4	435,3	192,7	240,8	235,5
Renta variable euro	2.457,8	2.369,9	1.933,0	594,8	453,7	418,8	465,7	420,9
Renta variable internacional	2.165,3	3.303,3	4.652,7	2.521,1	800,6	841,9	489,1	549,8
Garantizado renta fija	15.004,5	6.797,4	6.737,4	2.007,8	2.223,6	1.155,6	1.350,4	1.756,2
Garantizado renta variable	10.990,8	7.620,2	5.632,3	1.624,7	1.717,3	1.356,3	934,0	1.202,3
Fondos globales	2.548,6	2.694,4	2.316,3	507,0	601,0	631,4	576,9	298,2
De gestión pasiva	708,0	1.474,1	1.199,2	236,7	108,3	301,1	553,1	220,3
Retorno absoluto	3.224,0	5.053,0	4.484,7	1.332,4	1.289,5	1.033,6	829,2	745,8

¹ Datos estimados.

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

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

CUADRO 3.9

Millones de euros	2009 ¹	2010	2011	2011				2012
				I	II	III	IV	I
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	-12.702,3	-25.580,6	-10.853,1	-765,2	-4.121,9	-2.683,0	-3.283,0	-3.427,2
Renta fija	-7.478,8	-27.149,9	-10.423,6	-5.392,3	-2.280,5	-1.211,6	-1.539,2	-2.496,7
Renta fija mixta	2.543,2	-1.417,0	-1.980,4	-814,4	-323,8	-320,6	-521,6	302,2
Renta variable mixta	-461,1	-90,0	-375,5	-61,2	-128,4	-112,0	-73,9	219,8
Renta variable euro	-274,0	-696,9	142,0	-19,6	59,0	52,9	49,7	-171,8
Renta variable internacional	764,2	1.152,1	-796,0	-48,8	-45,7	-516,4	-185,1	-17,2
Garantizado renta fija	-3.249,1	4.716,0	7.809,3	5.631,1	531,1	1.077,6	569,5	748,4
Garantizado renta variable	-5.401,7	-2.500,1	-4.053,9	-1.016,9	-1.288,1	-963,7	-785,2	-896,4
Fondos globales	205,8	323,6	972,2	997,6	247,1	-84,7	-187,8	-710,2
De gestión pasiva	-172,5	-790,3	60,8	11,9	-10,8	206,6	-146,9	25,0
Retorno absoluto	821,7	871,7	-2.207,9	-52,6	-881,9	-810,9	-462,5	-430,2
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	8.389,8	135,7	-673,3	1.280,8	47,2	-3.623,9	1.622,6	3.053,1
Renta fija	1.535,3	64,5	744,9	330,6	164,9	-9,4	258,8	653,0
Renta fija mixta	507,9	-56,4	-85,1	65,4	5,6	-215,5	59,4	131,1
Renta variable mixta	529,9	-53,4	-189,0	75,2	-10,5	-336,2	82,5	108,3
Renta variable euro	1.477,1	-254,1	-666,9	319,2	-26,9	-1.129,3	170,1	158,2
Renta variable internacional	1.309,0	877,4	-947,2	-79,5	-98,8	-1.206,8	437,9	549,2
Garantizado renta fija	830,5	-170,4	1.070,4	273	127,2	422,7	247,5	870,5
Garantizado renta variable	1.024,0	-392,8	21,8	151,9	-65,8	-164,0	99,7	290,5
Fondos globales	272,2	123,1	-307,8	43,8	-10,7	-479,1	138,2	151,1
De gestión pasiva	657,8	-109,7	-163,9	81,9	-9,9	-309,0	73,1	42,7
Retorno absoluto	246,4	107,7	-150,5	19,3	-27,9	-197,3	55,4	98,4

¹ El dato para los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto corresponde a los tres últimos trimestres del año.

Detalle de los rendimientos netos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2009 ¹	2010	2011	2011				2012
				I	II	III	IV	I
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	6,13	1,09	0,45	1,13	0,27	-2,45	1,47	2,56
Renta fija	2,69	0,78	2,28	0,80	0,51	0,14	0,74	1,65
Renta fija mixta	9,34	0,61	-0,15	1,25	0,41	-3,33	1,41	2,59
Renta variable mixta	16,44	0,11	-4,30	2,59	0,16	-10,57	3,28	3,71
Renta variable euro	31,02	-3,05	-10,77	6,24	0,15	-22,4	4,07	3,70
Renta variable internacional	33,16	14,8	-11,05	-0,48	-0,68	-17,26	7,55	8,70
Garantizado renta fija	4,10	-0,11	3,77	1,01	0,44	1,44	0,85	2,51
Garantizado renta variable	5,08	-0,46	1,29	1,02	0,01	-0,54	0,87	1,97
Fondos globales	10,82	4,15	-4,55	1,20	0,13	-8,51	2,97	3,79
De gestión pasiva	-	-2,50	-6,27	3,96	-0,21	-13,81	3,98	2,38
Retorno absoluto	-	2,49	-0,90	0,54	-0,07	-2,60	1,20	1,99
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,87	0,91	0,93	0,23	0,23	0,23	0,24	0,24
Renta fija	0,63	0,65	0,64	0,16	0,16	0,16	0,16	0,17
Renta fija mixta	1,14	1,20	1,17	0,29	0,29	0,28	0,30	0,29
Renta variable mixta	1,58	1,65	1,59	0,40	0,39	0,39	0,40	0,39
Renta variable euro	1,75	1,78	1,80	0,44	0,44	0,46	0,45	0,44
Renta variable internacional	1,79	1,84	1,77	0,44	0,43	0,44	0,45	0,47
Garantizado renta fija	0,65	0,62	0,72	0,16	0,18	0,19	0,19	0,19
Garantizado renta variable	1,26	1,24	1,24	0,30	0,30	0,32	0,31	0,30
Fondos globales	1,08	1,06	1,11	0,29	0,27	0,27	0,28	0,33
De gestión pasiva	-	0,72	0,75	0,19	0,18	0,17	0,21	0,22
Retorno absoluto	-	1,06	1,08	0,29	0,26	0,25	0,28	0,30
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,09	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,09	0,10	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,02
Renta variable mixta	0,10	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable euro	0,10	0,11	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable internacional	0,12	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,08	0,07	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,11	0,10	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Fondos globales	0,08	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	-	0,07	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Retorno absoluto	-	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

1 No se incluye la rentabilidad anual de los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto ya que esa vocación entró en vigor con la Circular 1/2009, a partir del segundo trimestre de 2009.

Rentabilidad de los fondos de inversión: detalle por tipo de fondo

CUADRO 3.11

En %	2009 ¹	2010	2011	2011				2012
				I	II	III	IV	I
Total fondos de inversión	5,73	0,35	-0,08	0,95	0,03	-2,37	1,35	2,41
Renta fija	1,91	0,11	1,56	0,63	0,33	0,01	0,58	1,51
Renta fija mixta	6,85	-0,54	-1,34	0,9	0,09	-3,47	1,20	2,30
Renta variable mixta	16,47	-0,98	-5,64	2,23	-0,31	-10,13	3,02	3,25
Renta variable euro	32,41	-2,94	-11,71	6,11	-0,45	-19,67	4,05	3,34
Renta variable internacional	37,28	14,22	-10,83	-0,49	-1,15	-15,70	7,53	8,91
Garantizado renta fija	3,81	-0,67	3,28	0,89	0,36	1,28	0,71	2,48
Garantizado renta variable	3,56	-1,79	0,14	0,71	-0,48	-0,76	0,68	1,63
Fondos globales	10,90	3,22	-4,64	0,98	-0,14	-8,10	2,90	3,56
De gestión pasiva	-	-2,36	-7,33	3,74	-0,30	-13,94	4,11	1,97
Retorno absoluto	-	1,53	-1,87	0,28	-0,35	-2,71	0,93	1,68

1 No se incluye la rentabilidad anual de los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto ya que esa vocación entró en vigor con la Circular 1/2009, a partir del segundo trimestre de 2009.

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2009	2010	2011	2011				2012
				I	II	III	IV	I ¹
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	1.917	1.852	2.047	1.958	2.022	2.057	2.047	1.970
Patrimonio (millones de euros)	652,0	646,2	728,1	693,5	738,9	703,9	728,1	734,7
Suscripciones (millones de euros)	248,7	236,6	201,1	56,0	58,5	36,1	50,5	17,4
Reembolsos (millones de euros)	198,3	268,6	92,5	20,2	16,0	17,3	39,0	40,2
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	50,4	-32,0	108,6	35,8	42,5	18,8	11,5	-22,8
Rendimientos netos (millones euros)	62,2	26,3	-26,5	11,5	3,0	-53,8	12,8	29,5
Rentabilidad (en %)	14,94	5,37	-2,60	1,79	0,51	-6,81	2,16	4,15
Rendimientos de gestión (%) ²	13,76	6,33	-1,88	2,38	0,92	-7,04	2,16	4,11
Gastos comisión de gestión (%) ²	2,55	1,91	1,66	0,48	0,41	0,38	0,38	0,25
Gastos de financiación (%) ²	0,11	0,07	0,06	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	5.321	4.404	3.805	4.240	4.137	4.046	3.805	3.656
Patrimonio (millones de euros)	810,2	694,9	573,0	667,2	636,1	617,4	573,0	573,1
Suscripciones (millones de euros)	302,4	47,9	10,6	2,3	4,2	1,9	2,2	-
Reembolsos (millones de euros)	585,4	184,8	120,1	29,9	28,4	10,7	51,1	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	-283,0	-136,9	-109,6	-27,6	-24,3	-8,8	-48,9	-
Rendimientos netos (millones euros)	71,9	21,7	-12,3	-0,1	-6,8	-9,9	4,5	-
Rentabilidad (en %)	7,85	3,15	-1,70	-0,01	-1,03	-1,50	0,85	1,22
Rendimientos de gestión (%) ³	11,54	4,38	-0,47	0,36	-0,69	-1,21	1,09	-
Gastos comisión de gestión (%) ³	1,34	1,25	1,25	0,31	0,32	0,30	0,31	-
Gastos comisión de depósito (%) ³	0,11	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	-

1 Datos disponibles: febrero de 2012. 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 gestionado¹

CUADRO 3.13

	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ²
NÚMERO DE CARTERAS								
Fondos de inversión	2.593	2.429	2.341	2.410	2.356	2.341	2.306	2.304
Sociedades de inversión	3.135	3.068	3.002	3.024	3.015	3.002	2.975	2.975
IIC de IIC de inversión libre	38	32	27	28	28	27	27	27
IIC de inversión libre	28	31	35	35	36	35	35	35
Fondos de inversión inmobiliaria	8	8	6	8	6	6	6	6
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	8	8	8	9	8	8	8
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	170.547,7	143.918,2	132.368,6	140.351,3	134.033,7	132.368,6	131.994,5	129.843,6
Sociedades de inversión	24.952,8	25.361,3	23.037,8	25.399,1	23.321,3	23.037,8	23.827,4	23.279,4
IIC de IIC de inversión libre ³	810,2	694,9	573,0	636,1	617,4	573,0	573,1	-
IIC de inversión libre ³	652,0	643,5	694,7	710,4	673,0	694,7	699,8	-
Fondos de inversión inmobiliaria	6.465,1	6.115,6	4.494,6	5.995,5	4.597,3	4.494,6	4.446,9	4.434,0
Sociedades de inversión inmobiliaria	308,5	321,9	312,5	318,2	1.663,4	312,5	310,8	314,3

1 A partir del II trimestre 2009, se considera gestionado por SGIIC el 100% del patrimonio de las SICAV cogestionadas por SGIIC y otra/s distintas de SGIIC.

2 Datos disponibles: abril de 2012.

3 Datos disponibles para el primer trimestre de 2012: febrero de 2012.

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

	2009	2010	2011	2011			2012	
				I	II	III	IV	I ²
VOLUMEN DE INVERSIÓN³ (millones de euros)								
Total	25.207,2	36.692,9	29.969,5	37.639,1	35.582,2	30.967,3	29.969,5	31.835,1
Fondos	5.215,1	8.535,9	6.382,9	8.092,4	7.303,2	6.446,0	6.382,9	6.583,3
Sociedades	19.992,0	28.156,9	23.586,6	29.546,6	28.279,0	24.521,3	23.586,6	25.251,9
Nº DE INVERSORES								
Total	685.094	865.767	761.380	855.929	856.882	803.801	761.380	768.467
Fondos	139.102	193.233	177.832	197.965	195.525	185.665	177.832	175.621
Sociedades	545.992	666.534	583.548	657.964	661.357	618.136	583.548	592.846
Nº DE INSTITUCIONES								
Total	582	660	739	669	695	695	739	765
Fondos	324	379	426	383	395	395	426	443
Sociedades	258	281	313	286	300	300	313	322
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	275	290	297	292	298	298	297	303
Francia	178	225	284	229	239	241	284	300
Irlanda	64	75	87	77	84	82	87	90
Alemania	17	20	20	20	21	21	20	20
Reino Unido	14	16	19	17	19	19	19	20
Holanda	1	1	1	1	1	1	1	1
Austria	27	27	25	27	27	27	25	25
Bélgica	5	5	5	5	5	5	5	5
Malta	1	1	1	1	1	1	1	1

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

2 Datos provisionales.

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

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias¹

CUADRO 3.15

	2009	2010	2011	2011			2012	
				II	III	IV	I	II ²
FONDOS								
Número	8	7	6	7	6	6	6	6
Participes	83.583	75.280	29.735	31.963	31.412	29.735	29.754	30.169
Patrimonio (millones de euros)	6.465,1	6.115,6	4.494,6	5.995,5	4.597,3	4.494,6	4.446,9	4.434,0
Rentabilidad (%)	-8,31	-4,74	-3,23	-0,65	-1,03	-0,93	-0,86	-0,36
SOCIEDADES								
Número	8	8	8	8	9	8	8	8
Accionistas	928	943	943	943	944	943	939	939
Patrimonio (millones de euros)	308,6	321,9	312,5	318,2	1.663,4	312,5	310,8	314,3

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

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

