

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



# Índice

1	Resumen ejecutivo	13
2	Entorno macrofinanciero	16
2.1	La evolución económica y financiera internacional	16
2.2	La evolución económica y financiera nacional	25
2.3	Perspectivas	34
3	La evolución de los mercados nacionales	35
3.1	Los mercados bursátiles	35
3.2	Los mercados de renta fija	43
4	Los agentes de los mercados	48
4.1	Vehículos de inversión	48
4.2	Empresas de servicios de inversión	56
4.3	Sociedades gestoras de IIC	60
4.4	Otros intermediarios: capital-riesgo	62

# Índice de recuadros

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



# 1 Resumen ejecutivo

- El entorno macroeconómico y financiero se deterioró sustancialmente en los últimos meses de 2011 como consecuencia de la desaceleración de la actividad económica mundial y del recrudecimiento de las tensiones asociadas a la crisis de deuda soberana en algunos países europeos. La subsiguiente revisión a la baja de las previsiones de crecimiento económico afectó tanto a las economías avanzadas –con más intensidad en la zona del euro– como a las emergentes, que, no obstante, continuarán liderando el avance de la actividad mundial en los próximos trimestres. Las expectativas de inflación siguen siendo favorables y no se esperan movimientos relevantes en los tipos de interés oficiales de las principales economías avanzadas en los próximos meses. La necesidad de asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas y de avanzar en el saneamiento del sector financiero siguen siendo cuestiones prioritarias en un conjunto amplio de economías.
- Las tensiones en los mercados de deuda, que fueron especialmente intensas en la segunda mitad de 2011, afectaron a un número creciente de economías europeas. En términos generales, las primas de riesgo alcanzaron máximos en el mes de noviembre y tendieron a reducirse con posterioridad, a lo que contribuyó el compromiso de avanzar en el proceso de consolidación fiscal a escala europea, los progresos alcanzados en torno al proceso de rescate de Grecia y las dos subastas extraordinarias efectuadas recientemente por el BCE a tres años. El endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados de deuda redujo sensiblemente el volumen de las emisiones de estos instrumentos en la segunda parte de 2011. En los mercados de renta variable, se produjeron retrocesos intensos en las cotizaciones en el tercer trimestre del año, que revirtieron con posterioridad. Más recientemente, la publicación de algunos indicadores de actividad y de empleo favorables en Europa y Estados Unidos ha producido un nuevo efecto positivo en las principales bolsas.
- El PIB de la economía española descendió un 0,3% en el último trimestre de 2011 debido al retroceso de la demanda interna. Para el conjunto del año, el crecimiento fue del 0,7%, muy por debajo del 1,5% alcanzado en la zona del euro. La tasa de inflación ha descendido desde los máximos cercanos al 4% en los meses de primavera de 2011 hasta el 1,8% en marzo de 2012, lo que amplía el diferencial negativo con la zona del euro, que se situó en ese mes en 0,8 puntos porcentuales (p.p.). En 2011, continuó la destrucción de empleo (-2%) y aumentó la tasa de paro hasta el 21,6% de la población activa, mientras que el déficit público ascendió al 8,5% del PIB (9,3% en 2010). Los pronósticos de diversas instituciones indican que la economía española entrará de nuevo en recesión en 2012.
- Las entidades de crédito españolas están inmersas en un intenso proceso de reestructuración. La debilidad de la actividad doméstica está perjudicando

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

- El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras descendió un 32% en 2011, hasta los 21.445 millones de euros, mientras que su nivel de deuda agregada se redujo un 6,7%.
- La evolución de los mercados de renta variable domésticos estuvo condicionada tanto por las turbulencias asociadas a la crisis de deuda soberana como por el empeoramiento de las perspectivas económicas domésticas. Así, el Ibex 35 retrocedió un 6,5% en el primer trimestre de 2012 (tras el -13,1% de 2011), con caídas importantes en los sectores de petróleo y gas, inmobiliario y químico. La volatilidad histórica del índice, que alcanzó máximos del 65% en noviembre de 2011, descendió hasta niveles cercanos al 25% a mediados de marzo. El levantamiento de las restricciones a la operativa de ventas en corto sobre los valores financieros del mercado español, a mediados de febrero de 2012, ha favorecido un leve aumento en la contratación bursátil. No obstante, todavía no se han recuperado los niveles de contratación anteriores a la activación de la restricción en agosto de 2011.
- Los mercados de renta fija domésticos se vieron sometidos a un elevado grado de tensión a lo largo de la segunda mitad de 2011. Esta tensión, que se redujo notablemente a lo largo de las primeras semanas de 2012, ha aumentado nuevamente en los últimos días de marzo. En conjunto, los tipos de interés, tanto de la deuda pública como de la renta fija privada, han descendido desde los máximos de noviembre de 2011. El diferencial entre los tipos de interés del bono español y el bono alemán a diez años, que alcanzó máximos de 469 puntos básicos (p.b.) en noviembre pasado, se situaba en niveles cercanos a los 360 p.b. a finales de marzo. En las primeras semanas del año la prima de riesgo de crédito del sector privado evolucionó, en general, favorablemente, lo que permitió una cierta reactivación de las emisiones de deuda. Así, las emisiones de renta fija registradas en la CNMV en el primer trimestre de 2012 ascendieron a 119 mil millones de euros, un 55% más que en 2011, y se concentraron en pagarés, bonos simples (un 87% de ellos con aval del Estado) y cédulas hipotecarias.
- El patrimonio de los fondos de inversión cayó un 8% en 2011, hasta los 132 mil millones de euros como consecuencia, fundamentalmente, del elevado volumen de los reembolsos en las categorías de renta fija. El número de fondos y de partícipes también retrocedió en el conjunto del año. La importancia relativa de los activos de liquidez reducida disminuyó desde el 7,4% del patrimonio total de los fondos de inversión a finales de 2010 hasta el 5,6% al cierre de 2011. Los beneficios agregados de las sociedades gestoras de estos productos disminuyeron en línea con la tendencia del patrimonio del sector, aunque el número

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

- El beneficio agregado de las empresas de servicios de inversión (ESI) descendió un 21,5% en 2011, hasta los 227 millones de euros. Los ingresos percibidos por los servicios financieros más relevantes continuaron retrocediendo, en un marco en el que solo las agencias de valores mostraron una cierta contención en sus gastos de explotación. Las sociedades gestoras de cartera y las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) se comportaron relativamente mejor que las sociedades y agencias de valores. El número de ESI en pérdidas aumentó hasta 31, ocho más que a finales de 2010. Con todo, las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo suficientemente holgadas. Las perspectivas para el conjunto de las ESI son inciertas, puesto que dependen tanto de la evolución de los mercados financieros como de las consecuencias que pueda tener el proceso de reestructuración del sistema financiero sobre estas entidades.
- El informe contiene siete recuadros monográficos:
  - En el primer recuadro se describen los principales elementos de la propuesta presentada por la Comisión Europea para modificar la normativa comunitaria sobre agencias de *rating*.
  - El segundo recuadro se centra en las condiciones de la operativa de compra-venta de participaciones preferentes en los últimos años y en las modificaciones de su marco regulatorio.
  - El tercer recuadro resume las recomendaciones que ha publicado la CNMV sobre la información financiera trimestral que elaboran y difunden las entidades, a la vista de la heterogeneidad de la misma y las dificultades de comparación que se han observado en determinadas ocasiones.
  - El cuarto recuadro expone los requisitos organizativos y los controles mínimos promovidos por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) que deben ser implantados por las partes que intervengan en una transacción realizada a través de una plataforma organizada de negociación.
  - El quinto recuadro analiza las implicaciones de los descensos de *rating* de las entidades de crédito para los fondos garantizados.
  - El sexto recuadro aborda las principales recomendaciones que ha publicado ESMA sobre los fondos cotizados (ETF) y las instituciones de inversión colectiva (IIC) estructuradas, en relación con su posible impacto en las áreas de estabilidad financiera y de protección al inversor.
  - Finalmente, el séptimo recuadro presenta los principales elementos de la propuesta de reglamento de la Comisión Europea sobre el segmento de fondos de capital-riesgo.

## 2 Entorno macrofinanciero

### 2.1 La evolución económica y financiera internacional

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

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

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

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

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

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

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

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

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

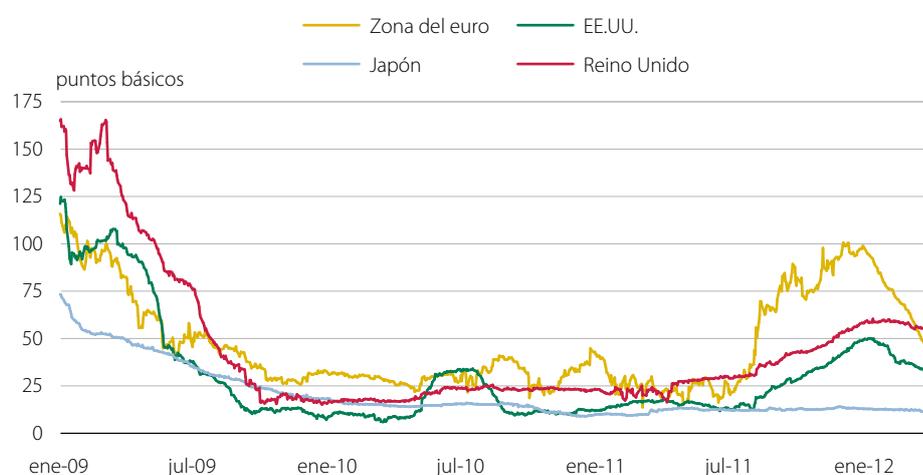
*Las turbulencias en los mercados de deuda soberana afectaron significativamente a los mercados interbancarios europeos...*

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

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

**Diferencial Libor-OIS a tres meses**

GRÁFICO 1



Fuente: Bloomberg. Datos hasta el 31 de marzo.

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

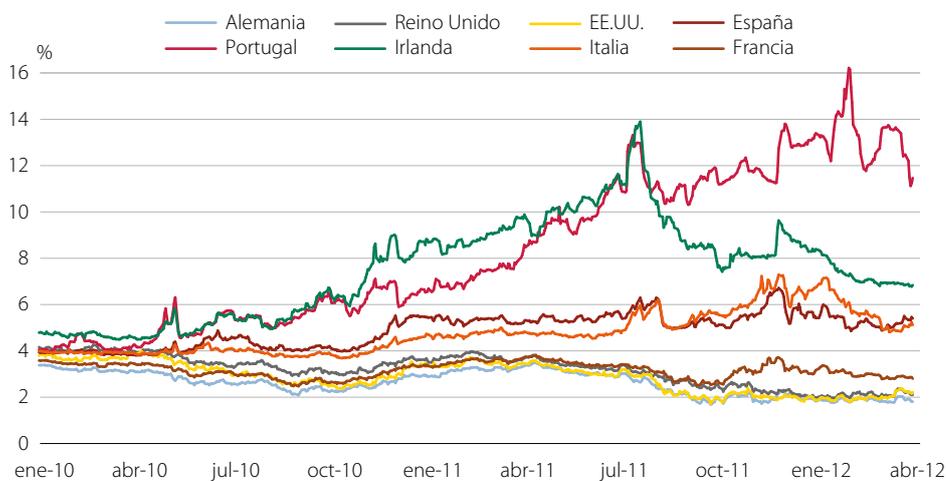
En los mercados de deuda soberana, las tensiones fueron palpables a lo largo de la segunda mitad del año pasado. En esta nueva etapa de turbulencias, como en otras anteriores, los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos, Alemania y el Reino Unido permanecieron en niveles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

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

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

### Rentabilidades de la deuda pública a 10 años

GRÁFICO 2



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

## Primas de riesgo soberano, CDS a 5 años

GRÁFICO 3



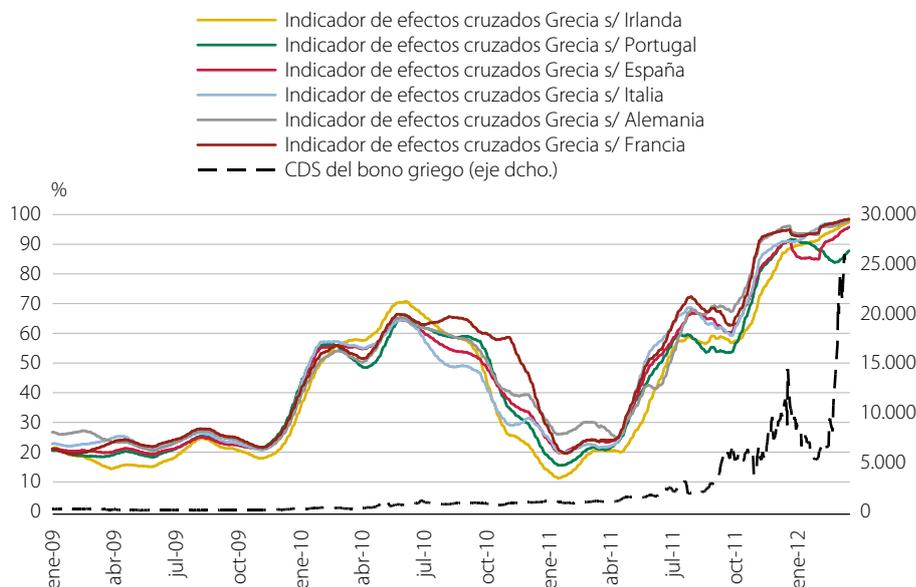
Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 31 de marzo.

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

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

## Deuda griega y riesgo sistémico en los mercados de deuda soberana europea<sup>1</sup>

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV.

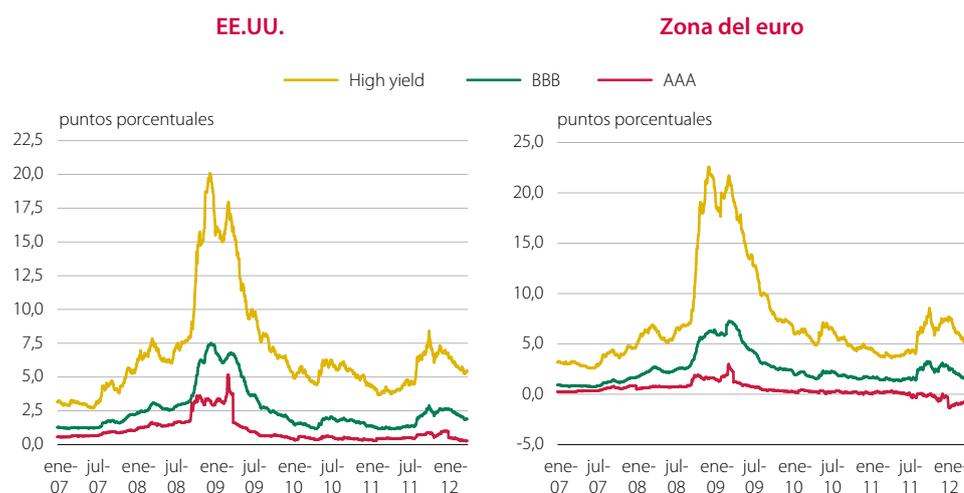
<sup>1</sup> Este indicador muestra el porcentaje de variación de las primas de CDS referentes a varios países europeos que no se debe a la información histórica, sino a los *shocks* contemporáneos en el riesgo de crédito de Grecia. Este indicador toma valores más elevados conforme aumenta la intensidad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

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

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

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

GRÁFICO 5



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

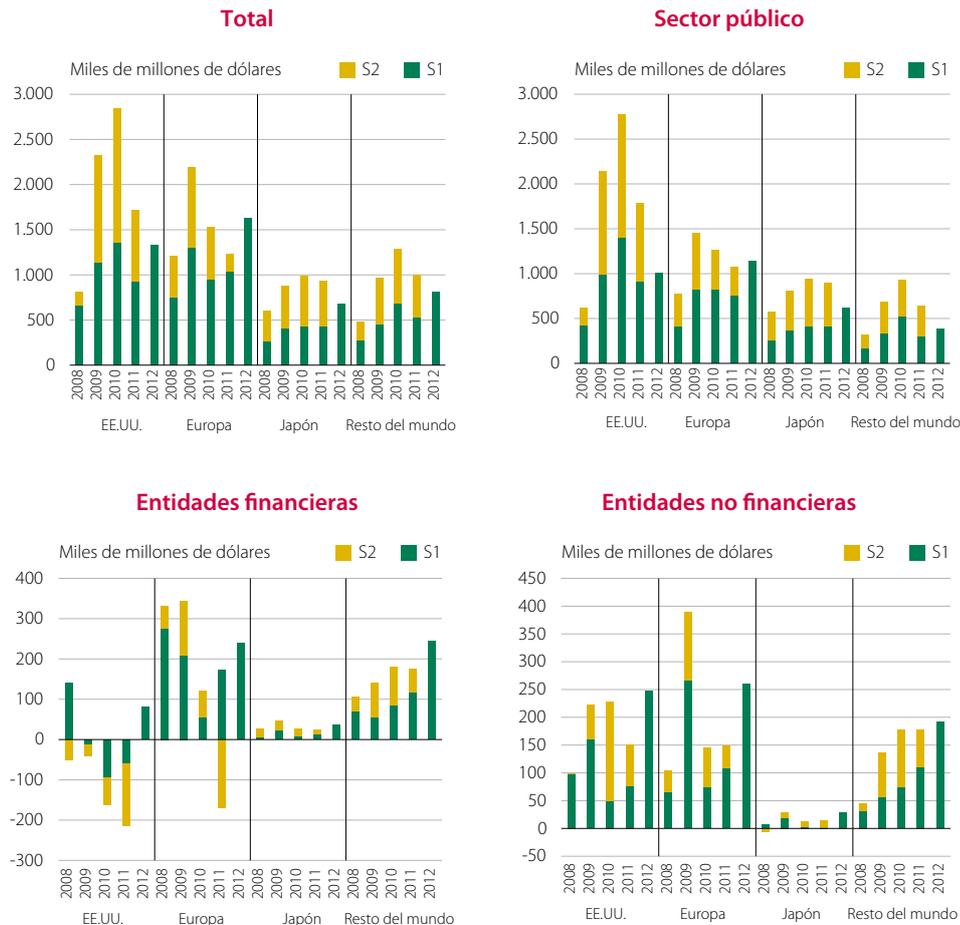
<sup>1</sup> Expresado como la diferencia entre la TIR del conjunto de bonos que pertenece a un índice de determinado vencimiento y calidad crediticia y la de los bonos de deuda pública a diez años (en el caso de la zona del euro se utiliza un bono sintético).

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

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

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

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



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

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

El Reglamento (CE) n<sup>o</sup> 1060/2009, sobre las agencias de *rating* (Reglamento de CRA), entró en vigor el 7 de diciembre de 2010. Este reglamento exige el registro de las agencias y el cumplimiento de una serie de normas de conducta con el fin de mitigar los posibles conflictos de interés generados en la actividad de estas entidades y garantizar una elevada calidad y transparencia de los *ratings*.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### **Introducción de responsabilidad civil para las agencias**

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

### **Rigor en las metodologías de las agencias**

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

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

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

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

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

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

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

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

CUADRO 1

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

Fuente: Datastream.

1 En moneda local.

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

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

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

## Indicadores relativos a los mercados financieros

GRÁFICO 7



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

## 2.2 La evolución económica y financiera nacional

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

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

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

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

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

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

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

CUADRO 2

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

Fuente: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

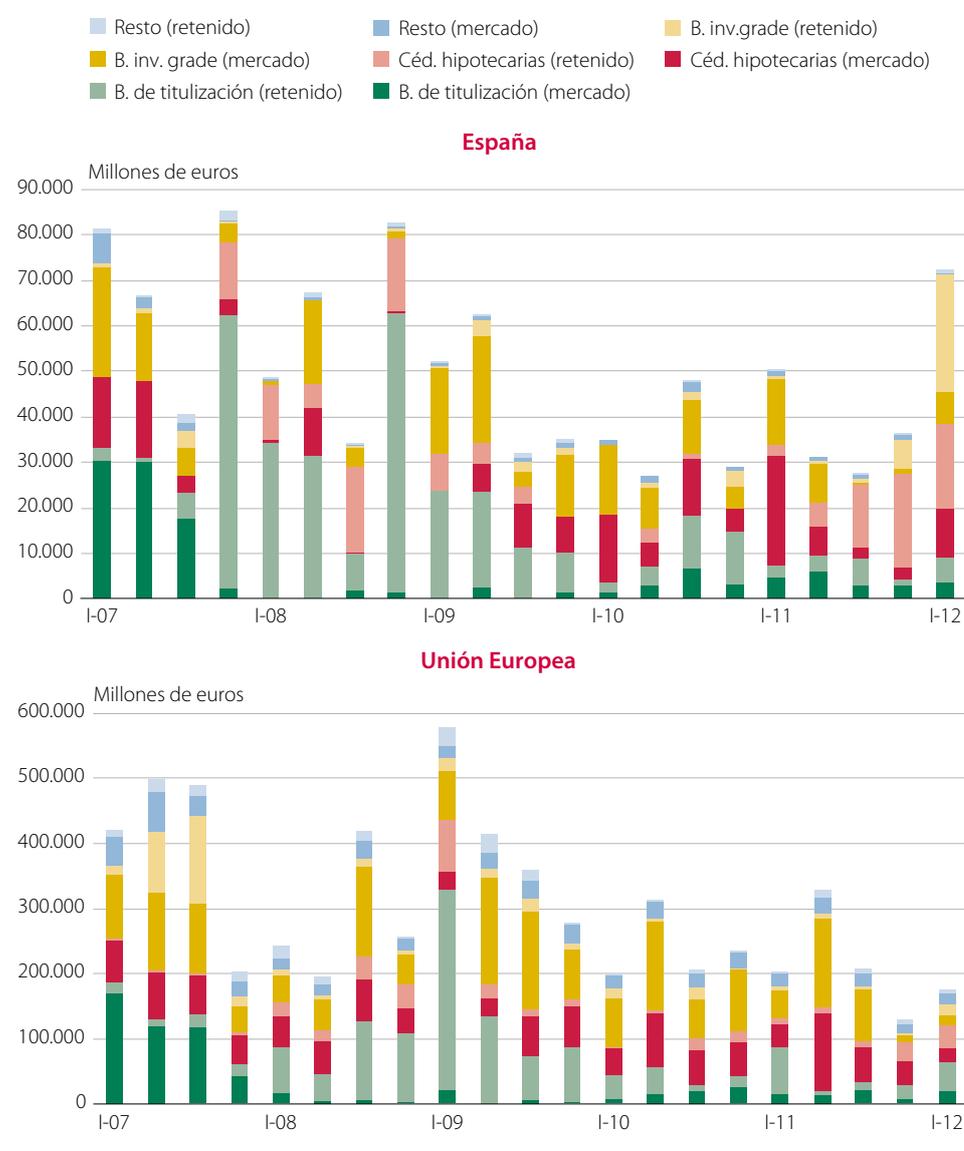
Los depósitos de los sectores no financieros permanecen estables, mientras que el capital y las reservas se han incrementado notablemente.

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

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

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

GRÁFICO 8



Fuente: Dealogic. Datos hasta el 31 de marzo.

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

## Recuadro 2: «Los procesos de canje de preferentes»

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### Principales operaciones de canje de preferentes

CUADRO R1.1

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

1 El 90% de la oferta se liquidará ahora, el otro 10% más un 2% adicional al año de la oferta inicial (siempre y cuando se hayan mantenido sin vender las acciones inicialmente entregadas).

2 El 75% en el momento de la oferta y el 25% restante en el plazo de 18 meses con condiciones de mantenimiento.

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

Fuente: CNMV.

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

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

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

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

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

CUADRO 3

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

Fuente: CNMV.

1 Resultados acumulados en el año.

2 Resultado bruto de explotación.

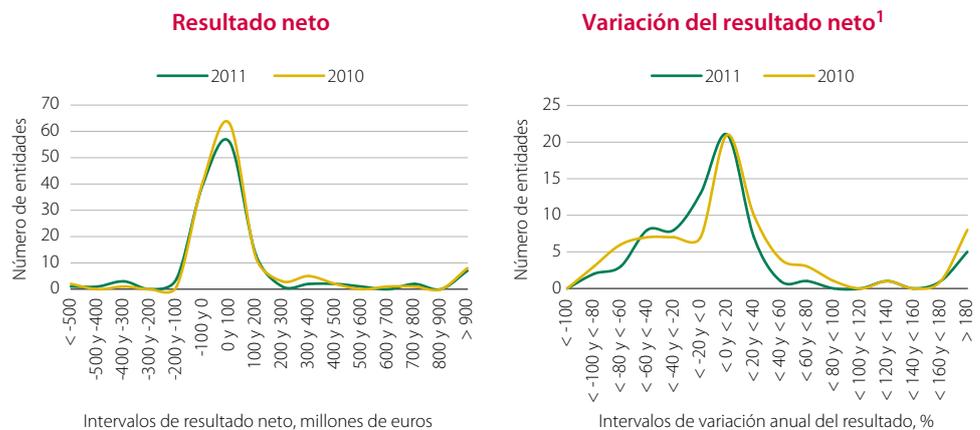
3 Resultados antes de intereses e impuestos.

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

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

### Distribución del número de sociedades cotizadas no financieras en función de:

GRÁFICO 9



Fuente: CNMV.

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

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

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

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

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

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

CUADRO 4

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

Fuente: CNMV.

1 Resultado bruto de explotación.

2 Resultado antes de intereses e impuestos.

3 Para elaborar este cuadro se ha eliminado la deuda de las sociedades cotizadas que a su vez consolidan en otro grupo cotizado español. En la fila de ajustes se incluyen las eliminaciones correspondientes a las filiales cuya matriz pertenece a otro sector.

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

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

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

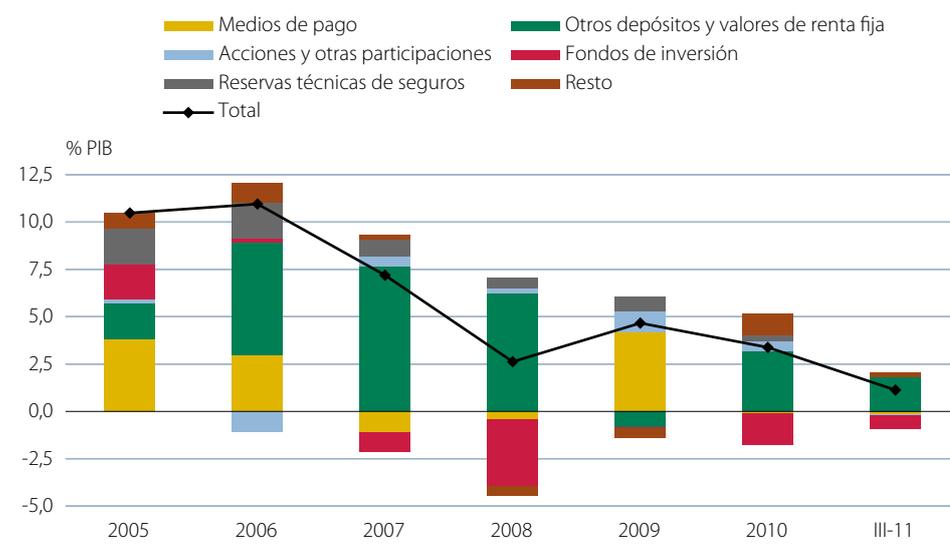
de forma generalizada entre los diferentes sectores, si bien destaca, por su magnitud, la disminución de esta ratio en el sector industrial, donde pasó de 5 a 1,9.

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

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

### Hogares: adquisiciones de activos financieros

GRÁFICO 10



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

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

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

### 2.3 Perspectivas

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

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

<sup>2</sup> Datos acumulados de cuatro trimestres.

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

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

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

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

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

## 3 La evolución de los mercados nacionales

### 3.1 Los mercados bursátiles

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

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

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

Fuente: Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

2 Clasificación obtenida en Thomson Datastream.

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

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

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

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

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

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

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

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

- Las magnitudes financieras y los comentarios sobre la evolución de los negocios deben referirse a los datos consolidados, salvo que las entidades solo formulen estados financieros individuales.
- Las entidades deben procurar ser coherentes al elaborar la información financiera que difundan al mercado, de tal forma que no se reduzca o limite la información cuantitativa publicada con anterioridad, en función de la evolución de los negocios.
- Se recomienda que la declaración intermedia de gestión que se difunda al mercado incluya, al menos, las siguientes magnitudes:
  - a) Importe neto de la cifra de negocios (según el modelo general), margen por intereses (según el modelo para las entidades de crédito) y primas imputadas al ejercicio, netas de reaseguro (para el modelo de las entidades aseguradoras).

- b) Resultado bruto (EBITDA) o neto (EBIT) de explotación (según el modelo general) y márgenes similares para entidades de crédito y seguros.
  - c) Resultado antes de impuestos y resultado del ejercicio distinguiendo, en el caso de los estados consolidados, entre el atribuido a la entidad dominante y a los socios externos.
  - d) Otros componentes del resultado global y resultado global total.
  - e) Principales partidas del estado resumido de situación financiera.
  - f) Tasas de morosidad y solvencia (para las entidades de crédito), otros indicadores relevantes de la actividad y las operaciones significativas, incluyendo los principales pasivos contingentes.
- Conviene definir las medidas proforma que se incluyan en la información trimestral, indicando el método de cálculo empleado y una explicación o conciliación con las cifras contables.
  - Finalmente, los datos cuantitativos de un periodo deberían venir acompañados de información comparativa del periodo anterior.

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

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

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

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

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

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

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

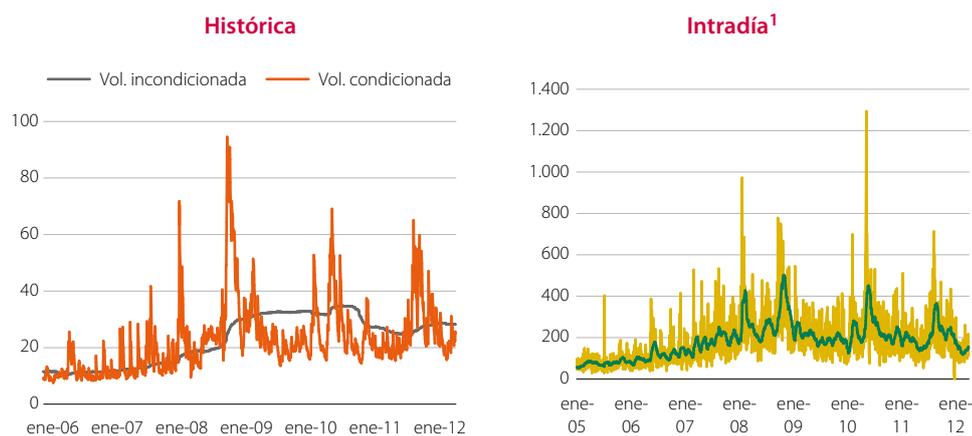
---

<sup>3</sup> Según los beneficios previstos a un año.

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

## Volatilidad del Ibex 35

GRÁFICO 11



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

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

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

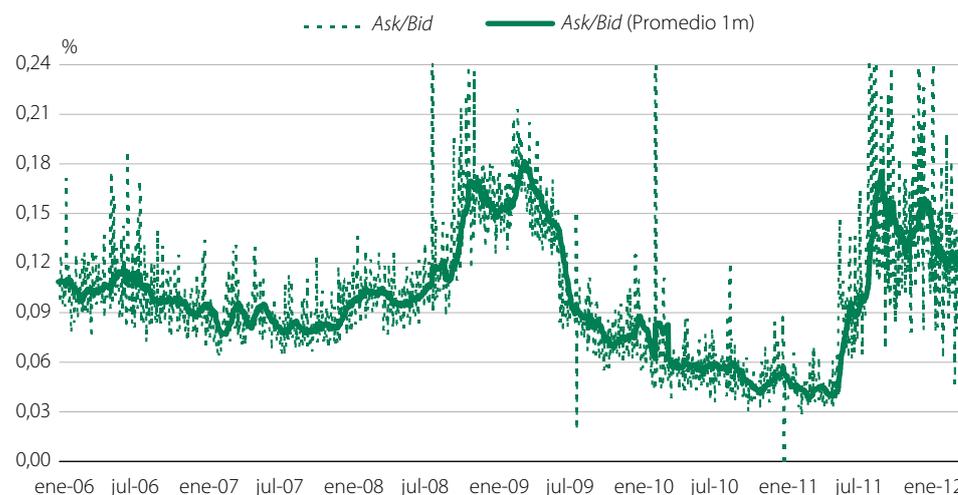
*... y deterioró las condiciones de liquidez del mercado, aunque ambas han tendido a mejorar en las últimas semanas.*

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

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

### Liquidez del Ibex 35. Spread bid-ask

GRÁFICO 12



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

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

GRÁFICO 13



Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> Promedios de cinco días.

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

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

## Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 6

Importes en millones de euros

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

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

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

2 Sociedades de inversión de carácter financiero.

3 Mercado alternativo bursátil. Datos desde el inicio de su actividad el 29 de mayo de 2006.

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

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

CUADRO 7

	2008	2009	2010	2011	III-11	IV-11	I-12 <sup>2</sup>
<b>IMPORTE EFECTIVOS<sup>3</sup> (millones de euros)</b>	<b>16.349</b>	<b>11.391</b>	<b>16.013</b>	<b>17.317</b>	<b>6.336</b>	<b>2.946</b>	<b>3.778,4</b>
Ampliaciones de capital	16.340	11.389	15.407	17.221	6.336	2.850	3.778,4
De ellas, mediante OPS	292	17	959	6.441	8	2.737	1.284,7
Tramo nacional	292	15	62	6.032	8	2.685	1.284,7
Tramo internacional	0	2	897	410	0	52	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	10	2	606	96	0	96	0,0
Tramo nacional	10	2	79	95	0	95	0,0
Tramo internacional	0	0	527	1	0	1	0,0
<b>NÚMERO DE EXPEDIENTES<sup>4</sup></b>	<b>54</b>	<b>53</b>	<b>69</b>	<b>92</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>22</b>
Ampliaciones de capital	53	53	67	91	26	26	22
De ellas, mediante OPS	2	2	12	8	3	2	3
De ellas, liberadas	1	11	15	22	8	7	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	1	3	2	0	1	0

Fuente: CNMV.

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

2 Datos disponibles hasta el 31 de marzo de 2012. La información de este trimestre incluye el importe efectivo máximo de una OPS de Bankia (1.274 millones de euros), para canjear participaciones preferentes y deuda subordinada. El número de valores y el importe definitivo final dependerán del grado de aceptación de la oferta.

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

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

#### Recuadro 4: «Estándares sobre negociación electrónica»

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

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

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

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

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

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

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

1 Ref: CESR/ 10-802.

2 Ref: CESR/ 10-142.

3 Documento disponible en [http://www.esma.europa.eu/system/files/2011-456\\_0.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2011-456_0.pdf)

### 3.2 Los mercados de renta fija

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

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

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

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

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

CUADRO 8

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

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

3 Datos a 31 de marzo.

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

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

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

CUADRO 9

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

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos a 31 de marzo.

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

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

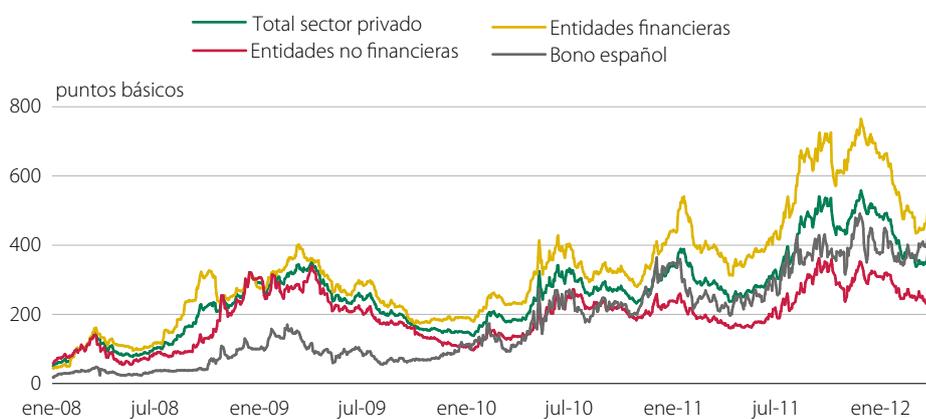
en noviembre de 2011. La moderación de la prima de riesgo soberano española desde finales de 2011 ha sido menos intensa que en otras economías de la zona del euro como Bélgica o Italia (véase gráfico 3).

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

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

### Prima de riesgo agregada<sup>1</sup> con información de CDS a cinco años de emisores españoles

GRÁFICO 14



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

<sup>1</sup> Media simple. Datos hasta el 31 de marzo.

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

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

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

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

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

*En el periodo más reciente ha destacado el dinamismo de las emisiones de pagarés...*

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

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

*... y de cédulas hipotecarias,...*

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

*... pero no se registró ninguna emisión de participaciones preferentes.*

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

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

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

## Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 10

	2008	2009	2010	2011	2011		2012
					III	IV	I <sup>2</sup>
<b>registradas<sup>1</sup> en la CNMV</b>							
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>	<b>337</b>	<b>512</b>	<b>349</b>	<b>356</b>	<b>58</b>	<b>128</b>	<b>117</b>
Cédulas hipotecarias	47	75	88	115	10	44	27
Cédulas territoriales	8	1	9	42	18	16	8
Bonos y obligaciones no convertibles	76	244	154	87	14	27	48
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	6	3	9	0	2	1
Bonos de titulización	108	76	36	48	9	20	15
Programas de pagarés	88	73	59	53	7	19	18
De titulización	2	2	2	2	0	1	0
Resto de pagarés	86	71	57	51	7	18	18
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	9	37	0	2	0	0	0
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>	<b>476.276</b>	<b>387.476</b>	<b>226.449</b>	<b>288.992</b>	<b>38.435</b>	<b>113.496</b>	<b>119.537</b>
Cédulas hipotecarias	14.300	35.574	34.378	67.227	5.250	23.743	26.000
Cédulas territoriales	1.820	500	5.900	22.334	7.437	10.162	3.200
Bonos y obligaciones no convertibles	10.490	62.249	24.356	20.192	981	13.312	31.305
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1.429	3.200	968	7.126	0	4.944	1.128
Bonos de titulización	135.253	81.651	63.261	68.413	10.449	20.210	9.195
Tramo nacional	132.730	77.289	62.743	62.796	10.116	18.844	7.810
Tramo internacional	2.522	4.362	518	5.617	334	1.366	1.385
Pagarés de empresa <sup>3</sup>	311.738	191.342	97.586	103.501	14.317	41.125	48.708
De titulización	2.843	4.758	5.057	2.366	259	648	616
Resto de pagarés	308.895	186.583	92.529	101.135	14.058	40.477	48.092
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	1.246	12.960	0	200	0	0	0
<b>Pro memoria:</b>							
Emisiones subordinadas	12.950	20.989	9.154	29.277	4.664	16.208	2.772
Emisiones aseguradas	9.170	4.794	299	10	0	0	0
<b>en el exterior por emisores españoles</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	
					III	IV	I <sup>4</sup>
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>	<b>112.366</b>	<b>149.686</b>	<b>127.731</b>	<b>119.631</b>	<b>13.838</b>	<b>23.627</b>	<b>17.354</b>
A largo plazo	39.894	47.230	51.107	51.265	3.597	12.135	0
Participaciones preferentes	0	3.765	0	0	0	0	0
Obligaciones subordinadas	70	2.061	0	242	0	242	17.354
Bonos y obligaciones	39.360	41.404	50.807	51.023	3.597	11.892	0
Bonos de titulización	464	0	300	0	0	0	11.144
A corto plazo	72.472	102.456	76.624	68.366	10.241	11.492	11.144
Pagarés de empresa	72.472	102.456	76.624	68.366	10.241	11.492	0
De titulización de activos	425	108	248	322	36	114	28.498

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

2 Datos disponibles hasta el 31 de marzo.

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

4 Datos correspondientes al mes de febrero.

## 4 Los agentes de los mercados

### 4.1 Vehículos de inversión

#### IIC de carácter financiero<sup>4</sup>

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

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

#### Suscripciones y reembolsos de los FI (millones de euros)<sup>1</sup>

CUADRO 11

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

1 Fuente: CNMV. Datos estimados.

2 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios.

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

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

5 Incluye Renta variable euro.

6 Incluye Renta variable internacional.

7 Incluye: GRV y Garantía parcial.

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

<sup>4</sup> Las IIC de inversión libre y las IIC de IIC de inversión libre son IIC de carácter financiero, pero por sus características propias se describen en un subepígrafe específico para ellas.

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

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

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

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

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

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

4 Incluye: Renta variable euro.

5 Incluye: Renta variable internacional.

6 Incluye: GRV y Garantía parcial.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CUADRO 13

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

Fuente: CNMV.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## IIC inmobiliarias

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

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

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

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

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

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

*Las SII no experimentaron grandes cambios en 2011.*

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

## Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 14

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

Fuente: CNMV.

1 IIC que han remitido estados reservados.

## IIC de inversión libre

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

*De nuevo, las IIC de IIC de inversión libre retrocedieron en 2011 tanto en términos de patrimonio como de número de participes...*

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

CUADRO 15

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

Fuente: CNMV.

1 Entidades que han remitido estados reservados.

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

... mientras que las IIC mostraron avances de cierta intensidad.

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

### IIC extranjeras comercializadas en España

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

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

... a pesar de que su número se incrementó.

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

### Perspectivas

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- Para las UCITS que replican índices, se propone mejorar la transparencia de estos productos con el fin de fortalecer la protección de los inversores. De este modo, se sugiere incluir más información en el folleto sobre los índices y cómo se replican. Además, en el caso de productos apalancados, el folleto debe revelar la política de apalancamiento y los riesgos asociados y, en particular, aquellos relativos al apalancamiento inverso, así como describir la manera en la que el cálculo diario del apalancamiento influye en los rendimientos en el medio y largo plazo.
- Para el caso concreto de UCITS que presten activos de su cartera o realicen repos, ESMA recomienda una mayor transparencia en el folleto. En concreto, se deberá informar de los riesgos que conlleva esta operativa y de la política que seguirá la entidad en relación a las garantías y las comisiones recibidas. Adicionalmente, para las garantías, se propone que cumplan con los mismos criterios establecidos para las operaciones OTC y que ya se exigen en normas de nivel 3 del precursor de ESMA, CESR. Además, ESMA propone ampliar estas normas y exigir que se apliquen las reglas de diversificación de la Directiva de UCITS conjuntamente a las garantías recibidas y a la cartera de la UCITS.
- Respecto a las UCITS que invierten en *total return swaps*, las principales cuestiones recogidas en el documento establecen que tanto la cartera de la UCITS como los subyacentes del derivado y los colaterales deben cumplir con las normas de diversificación y de activos aptos de la directiva. Además, se sugiere incrementar la transparencia tanto del folleto como del informe

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

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

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

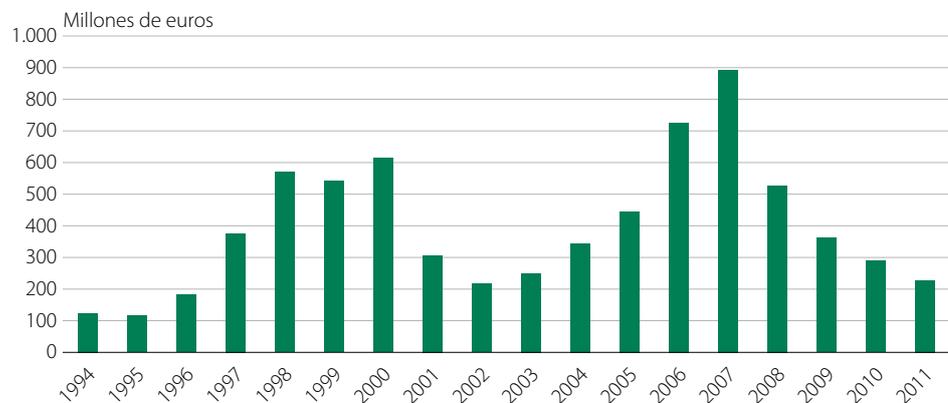
## 4.2 Empresas de servicios de inversión

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

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

### Resultados agregados de las ESI

GRÁFICO 15



Fuente: CNMV.

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

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

## Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (2011)

CUADRO 16

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

Fuente: CNMV.

*Las partidas del margen bruto mostraron una evolución heterogénea en 2011...*

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

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

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

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

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

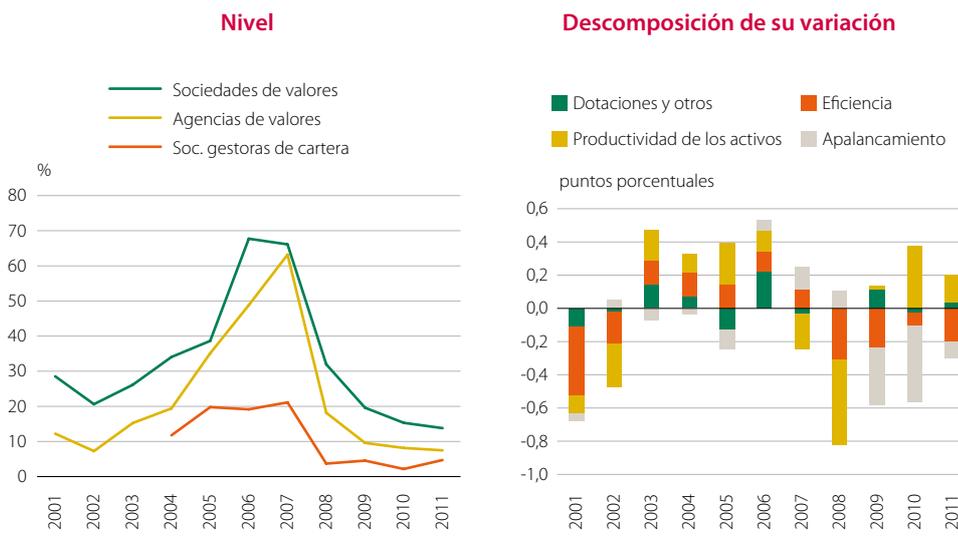
*El ajuste de los gastos de explotación de las sociedades gestoras de cartera permitió que sus beneficios avanzaran un 28% en 2011.*

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

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

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

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



Fuente: CNMV.

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

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

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

Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo suficientemente holgadas.

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

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

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

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

### Principales magnitudes de las empresas de asesoramiento financiero

CUADRO 17

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

1 Datos a final de periodo a valor de mercado.

2 Datos acumulados del periodo.

### 4.3 Sociedades gestoras de IIC

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

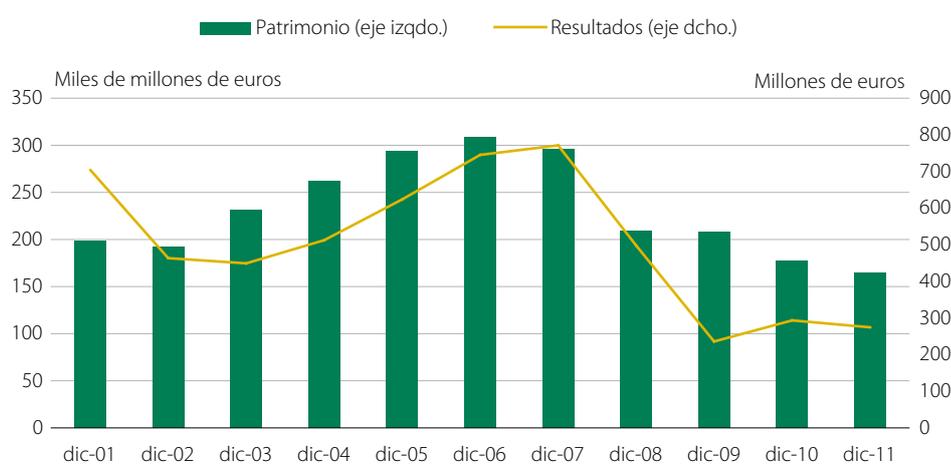
Durante el segundo semestre de 2011, el patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) descendió un 6,5% (7,6% en el conjunto del año) hasta situarse ligeramente por encima de los 164 mil millones de euros. Este retroceso fue, no obstante, inferior al experimentado en 2010 (véanse gráfico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

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

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

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

GRÁFICO 17



Fuente: CNMV.

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

CUADRO 18

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones (%) <sup>1</sup>
2002	192.099	2.259	1,18	72,7
2003	231.458	2.304	1,00	73,8
2004	262.132	2.670	1,02	73,6
2005	293.973	2.976	1,01	72,2
2006	308.476	3.281	1,06	71,5
2007	295.922	3.194	1,08	70,5
2008	209.014	2.302	1,10	70,8
2009	203.379	1.702	0,84	68,6
2010	177.676	1.622	0,91	68,1
2011	164.125	1.479	0,90	66,6

Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> Relación entre los gastos por comisiones de comercialización de fondos y los ingresos por comisiones de gestión de IIC.

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

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

#### 4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo

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

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

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

CUADRO 19

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

Fuente: CNMV.

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

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

- La mayoría de las ECR (70%) se acogieron al régimen simplificado, una tendencia que se observa desde hace cuatro años.
- La inversión de las nuevas ECR se dirigió a empresas de reciente creación o en crecimiento, por lo que las operaciones se corresponden fundamentalmente con *start-ups* o empresas en expansión.
- El destino de la inversión de las nuevas actividades se dirigió, fundamentalmente, hacia los sectores tecnológico, industrial, energético y de la salud, así como hacia reestructuraciones de pymes en dificultades.

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

- El ámbito geográfico de la actividad de las nuevas entidades es mayoritariamente nacional. Algunas entidades limitan su inversión a una determinada comunidad autónoma. Además, hay dos fondos que realizan sus inversiones en empresas latinoamericanas e indias respectivamente.
- Finalmente, cabe señalar la presencia del sector público en los FCR promovidos por las CC.AA. o por otro tipo de entidades públicas.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- 1 Véase, por ejemplo, el capítulo 2 del Informe Anual de la CNMV correspondiente a 2010. Disponible en [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IA2010\\_web.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IA2010_web.pdf); o el memorándum explicativo de la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre Fondos Europeos de Capital-Riesgo. Disponible en [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/docs/venture\\_capital/111207-proposal\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/venture_capital/111207-proposal_en.pdf)
- 2 Véase, por ejemplo, Arce, Ó., López, E. y Sanjuán, L. (2011). *El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales*. Documento de Trabajo nº 52 de la CNMV, noviembre de 2011. Disponible en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/N52.pdf>
- 3 El capital promedio gestionado por los fondos de capital-riesgo en Europa es pequeño y dista mucho de alcanzar las dimensiones óptimas para desarrollar una estrategia de inversión diversificada que pueda realizar una aportación significativa de capital a las diversas empresas y tener así un impacto real en la economía. En la UE, el fondo de capital-riesgo medio se sitúa en 60 millones de euros, mientras que en Estados Unidos esta cifra se eleva hasta los 130 millones de euros. Algunos estudios sugieren que la dimensión media de estos fondos debería ser mayor (unos 280 millones de euros) para ser decisivos en los sectores en los que invierten. Véase Lerner, J., Pierrakis, Y., Collins, L. y Bravo Biosca, A. (2011). *Atlantic Drift - Venture capital performance in the UK and the US*. NESTA. Research report.
- 4 *Proposal for a Regulation of the European Parliament and the Council on European Venture Capital Funds*. Disponible en [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/docs/venture\\_capital/111207-proposal\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/venture_capital/111207-proposal_en.pdf)
- 5 Solo nueve Estados Miembros disponían hasta ahora de una normativa específica para dichos fondos. Los restantes aplicaban de forma general el derecho empresarial o corporativo a los fondos de capital-riesgo.